

Der Kapitalverkehr
in der schweizerischen Zahlungsbilanz
von 1957–1964

Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften
vorgelegt der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel
von

Ulrich Bär

von Zürich

1966

Der Kapitalverkehr
in der schweizerischen Zahlungsbilanz
von 1957–1964

Dissertation

zur Erlangung der Würde eines Doktors der Staatswissenschaften
vorgelegt der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel
von

Ulrich Bär

von Zürich

Genehmigt von der Philosophisch-Historischen Fakultät
der Universität Basel
auf Antrag der Herren Prof. Dr. R. ERBE und Prof. Dr. J. STÖHLER

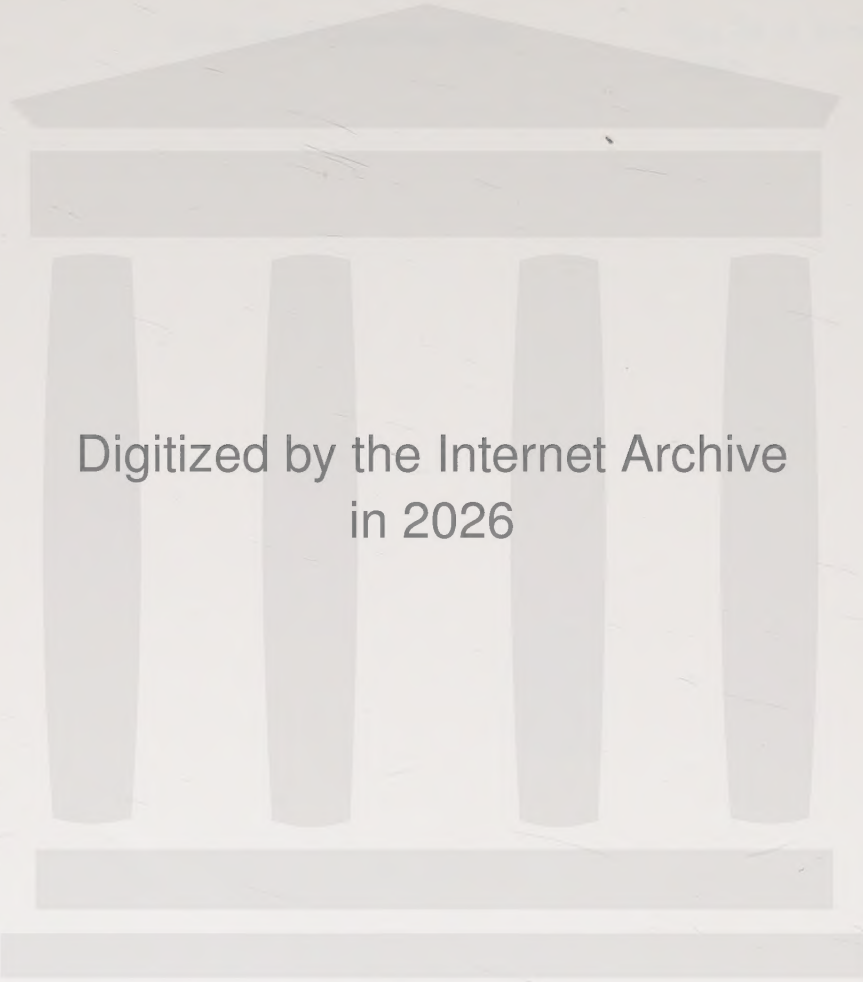
Basel, den 17. Dezember 1966

Prof. Dr. H. RUPP
Dekan



Diese Arbeit erscheint zur selben Zeit mit dem gleichen Titel
als Buchhandelsausgabe im Polygraphischen Verlag AG., Zürich

Meiner lieben Frau



Digitized by the Internet Archive
in 2026

https://archive.org/details/IA41546701_0102

Inhaltsverzeichnis

VORWORT	7
EINLEITUNG	9
1. KAPITEL Die statistische Ermittlung der schweizerischen Zahlungsbilanz	11
<i>Das Zahlungsbilanzschema</i>	11
<i>Die Ertragsbilanz</i>	12
A. Die Güter- und Dienstleistungsbilanz	13
B. Einseitige Transaktionen	14
C. Zusammenfassung	15
<i>Die Kapitalbewegungen</i>	15
A. Die Kapitalverkehrsbilanz	15
B. Der Residualposten	20
C. Die gesamten Kapitalbewegungen	20
<i>Die Währungsreserven</i>	20
A. Ermittlung der Währungsreserven	20
B. Korrekturen	21
a) Das window dressing	21
b) Special Transactions	21
1. Begriff	22
2. Special Transactions zwischen der Schweizerischen Nationalbank und ausländischen Notenbanken	22
3. Special Transactions zwischen der Schweizerischen Nationalbank und den inländischen Handelsbanken	23
2. KAPITEL Der Verlauf der einzelnen Zahlungsbilanzpositionen in den Jahren 1957–1964	26
<i>Der Verlauf der Ertragsbilanz</i>	26
A. Die Güter- und Dienstleistungsbilanz	26
B. Einseitige Transaktionen	32
C. Zusammenfassung	33
<i>Der Verlauf der Kapitalbewegungen</i>	34
A. Die Kapitalverkehrsbilanz	34
B. Die Unerfassbaren Kapitalbewegungen	49
C. Die gesamten Kapitalbewegungen	52
<i>Die Entwicklung der Währungsreserven</i>	54
A. Schweizerische Geld- und Währungspolitik	55
B. Die Veränderungen der Währungsreserven	58

3. KAPITEL Folgen des Kreditbeschlusses vom 17. März 1964 für den Kapitalverkehr	61
<i>Die Argumente für den Kreditbeschluss</i>	61
<i>Die Auswirkungen des Kreditbeschlusses</i>	61
<i>Gründe für den weiteren Kapitalimport</i>	61
A. Die Repatriierungsthese	62
B. Die These des heimlichen Kapitalimportes	64
<i>Beurteilung des Kreditbeschlusses und Möglichkeiten zum Ausgleich der Kapitalbilanz</i>	65
4. KAPITEL Kapitalbewegungen, Zinssatz und Binnenkonjunktur in der Schweiz 1957–1964	67
<i>Vorbemerkungen.</i>	67
A. Ursachen für Kapitalbewegungen	67
B. Die Auswirkungen des zinsunelastischen Kapitals auf den Zinssatz	68
C. Zinselastisches und zinsunelastisches Kapital in der schweizerischen Zahlungsbilanz	68
D. Der Einfluss der Binnenkonjunktur auf den Zinssatz	69
<i>Die Zusammenhänge zwischen Kapitalbewegungen, Zinssatz und Binnenkonjunktur von 1957–1964</i>	71
SCHLUSSWORT	75
ANHANG 1, Zahlungsbilanzschema des IWF.	79
ANHANG 2, Quartalsmässige Gliederung der schweizerischen Zahlungsbilanz	91
ANHANG 3, Verzeichnis der graphischen Darstellungen	103
ABKÜRZUNGSVERZEICHNIS	104
LITERATURVERZEICHNIS	105

Vorwort

Für die vorliegende Arbeit stand mir sehr wenig Literatur zur Verfügung. Deshalb musste ich zusätzlich die Hilfe von zahlreichen in- und ausländischen Sachverständigen in Anspruch nehmen. Da eine namentliche Aufführung zu weit führen würde, danke ich auf diese Weise all denen, die mir ihre Zeit opferten und mir mit ihrem Rat zur Seite standen. Besonders hervorgehoben seien lediglich Herr Prof. Erbe, dem ich die Vermittlung in- und ausländischer Fachleute verdanke, sowie Herr Prof. Stohler, dem ich für sein Interesse an meiner Arbeit, seine wertvollen Ratschläge und seine Anregungen sehr verbunden bin.

Einleitung

Bei der vorliegenden Arbeit handelt es sich um eine empirische Studie. Auf theoretische Aspekte wird nur am Rande eingegangen.

Im Gegensatz zu vielen Ländern wird in der Schweiz keine eigentliche, ausländischen Vorbildern entsprechende, Zahlungsbilanz erstellt und veröffentlicht. Die vorhandenen Zahlenangaben sind lediglich Bruchstücke; man könnte auch sagen, mehr oder weniger passende Mosaikstücke einer Zahlungsbilanz.

Dies gilt auch für die von der Kommission für Konjunkturbeobachtung jährlich veröffentlichte Ertragsbilanz. Abgesehen davon, dass diese Angaben auf Schätzungen beruhen, stellt die Ertragsbilanz ausserdem nur einen Teil der gesamten Zahlungsbilanz dar.

Was die Kapitalbewegungen betrifft, so kann man mit den veröffentlichten Angaben lediglich ihren Saldo gesamthaft errechnen, indem von den – regelmässig publizierten – Veränderungen der Währungsreserven der Ertragsbilanzsaldo abgezogen wird. Deshalb musste zuerst möglichst viel Material über die schweizerischen Kapitalbewegungen zusammengetragen werden, um eine vollständige schweizerische Zahlungsbilanz überhaupt erstellen zu können. Dass es sich dabei nur um einen Versuch handeln kann wird klar, wenn man bedenkt, dass die meisten Daten nur auf Umwegen errechnet oder aus ausländischen Quellen eingeholt werden mussten.

Nach diesem Versuch zur Erstellung einer schweizerischen Zahlungsbilanz wird der Verlauf der einzelnen Positionen besprochen, wobei das Hauptgewicht den Kapitalbewegungen zukommt. Besonders soll untersucht werden, wie sich der Kreditbeschluss vom 17. März 1964 auf die Kapitalbewegungen ausgewirkt hat. Dabei wird sich zeigen, dass die Kapitalimport-«Sperre» umgangen worden ist. Dies mag wohl darauf zurückzuführen sein, dass man sich über die Natur der Kapitalbewegungen zu wenig klar war.

Abschliessend wird versucht, längerfristige Bestimmungsgründe für die Kapitalbewegungen zu finden. Deshalb werden Zusammenhänge zwischen Kapitalbewegungen, Zinsgefälle und Binnenkonjunktur aufgezeigt, welche für die Schweiz Gültigkeit zu haben scheinen.

1. Kapitel:

Die statistische Ermittlung der schweizerischen Zahlungsbilanz

Das Zahlungsbilanzschema

Da die Zahlungsbilanz alle wirtschaftlichen Transaktionen, welche zwischen der Schweiz und dem Ausland getätigt werden, festhält, erscheint jeder Posten der inländischen Zahlungsbilanz auch in einer ausländischen Zahlungsbilanz¹. Um die Vergleichbarkeit zu ermöglichen, wäre ein internationales Musterschema notwendig. Tatsächlich hat der Internationale Währungsfonds ein solches Modell erstellt, welches deshalb für die vorliegende Untersuchung angewendet wird². Mangels vollständiger oder genügend detaillierter Unterlagen konnte dieses Zahlungsbilanzschema jedoch nur als Rahmen dienen.

Tabelle 1² zeigt die Gesamtzahlungsbilanz, welche ihrerseits in drei Teile zerfällt. Der erste Teil wiederum gliedert sich in Handelsbilanz und Dienstleistungen³ (Goods and Services) einerseits und in einseitige Transaktionen (Transfer Payments) andererseits. Beide zusammen ergeben die Ertragsbilanz (balance on current account).

Der zweite Teil bezieht sich auf die Kapitalbewegungen und die Währungsreserven (Capital and Monetary Gold). Das besondere Interesse gilt dabei den privaten Kapitalbewegungen. Deshalb werden hier, im Unterschied zum Zahlungsbilanzschema des Internationalen Währungsfonds, sowohl die eigentlichen Währungsreserven als auch alle nichtprivaten Kapitalbewegungen zusammengefasst. Auch zwischen lang- und kurzfristigen Kapitalbewegungen wird nicht unterschieden, da aus den verfügbaren Zahlen sehr oft eine solche Differenzierung gar nicht hervorgeht.

Der dritte Teil des Zahlungsbilanzschemas des IWF stellt eine Art Saldobilanz der beiden ersten dar. Dieser Saldobilanz ist das in dieser Arbeit gewählte Schema weitgehend angepasst. Auf die Unterscheidung zwischen Guthaben (Assets) und Schulden (Liabilities) musste allerdings ebenso verzichtet werden, wie jeweils auf die weitere Unterteilung Haben (Credit) und Soll (Debit). Da ohnehin mehrheitlich nur Nettozahlen erhältlich waren, sind diese entweder positiv oder negativ und wurden dementsprechend entweder mit einem Plus- oder mit einem Minuszeichen versehen.

Im dritten Teil erscheint als neue Position «Errors and Omissions». Diese stellen einen Residualposten dar (Währungsreservenveränderungen abzüglich Ertragsbilanz und Kapitalbewegungen). In ausländischen Zahlungsbilanzen betreffen diese Errors and Omissions gewöhnlich Fehler, die bei der Erhebung entstanden sind (z.B. Doppelzählungen). Diese Position nimmt somit in der Regel keine grossen Dimensionen an. In der Schweiz hingegen erreichen die Errors and Omissions teilweise die höch-

¹ So erscheint z.B. ein Warenimport in der inländischen Zahlungsbilanz in einer ausländischen als -export.

² Vgl. Anhang 1.

³ Gewöhnlich «Güter- und Dienstleistungsbilanz» genannt.

sten Werte unter allen Zahlungsbilanzpositionen, da bei uns die Omissions überwiegen. Aus diesem Grunde muss diese Position gleichwertig neben die Kapitalverkehrsbilanz gestellt werden. Die Kapitalverkehrsbilanz ihrerseits bildet die Summe aus allen feststellbaren Kapitalbewegungen⁴. Somit hat das hier gewählte Zahlungsbilanzschema zusammengefasst folgende Form:

Güter- und Dienstleistungsbilanz	
+ Einseitige Transaktionen (Transfers)	
= Ertragsbilanz	
+ Kapitalverkehrsbilanz	} Total Kapitalbewegungen
+ Unerfassbare Kapitalbewegungen (Residual)	
= Währungsreservenveränderungen	

Die detaillierte Zahlungsbilanz ist für die Jahre 1957–1964 quartalsmässig aufgegliedert und statistisch im Anhang aufgeführt⁵. Die quartalsmässige Aufgliederung ergab allerdings weitere Schwierigkeiten, da die meisten für die schweizerische Zahlungsbilanz verfügbaren Daten lediglich auf Jahresbasis bestehen. Dies gilt besonders auch für die Ertragsbilanz. Somit stellte sich für beinahe alle Positionen das Problem eines sinnvollen Aufteilungsschlüssels. Diese zusätzliche Schwierigkeit musste deshalb in Kauf genommen werden, weil der Aussagewert einer jährlichen Zahlungsbilanz für unsere Zwecke nicht ausreicht.

Ausgangspunkt der Untersuchung ist das Jahr 1957. Am 28. Dezember 1958 führte die grosse Mehrzahl aller Industriestaaten die Währungskonvertibilität ein. Im Gegensatz zu fast allen anderen Währungen (mit Ausnahme des Dollars⁶) war der Schweizer Franken auch schon vorher vollständig konvertibel. Deshalb hielten Ausländer zahlreiche Guthaben in der Schweiz. Das Jahr 1957 wurde deshalb als Ausgangsjahr gewählt, um die Auswirkungen des Übergangs zur Konvertibilität aufzuzeigen.

Die Untersuchung endet mit dem Jahr 1964, weil seit diesem Zeitpunkt eine neue Phase eingetreten zu sein scheint. 1965 verbesserte sich nämlich erstmals wieder die Ertragsbilanz, während der Kapitalzufluss zurückging. – Im folgenden soll nun dargelegt werden, wie die einzelnen Zahlungsbilanzpositionen errechnet worden sind.

Die Ertragsbilanz

Die Kommission für Konjunkturbeobachtung unterscheidet – im Gegensatz zum Internationalen Währungsfonds – nicht zwischen Güter- und Dienstleistungsbilanz einerseits sowie Einseitigen Transaktionen andererseits. Weil Einseitige Transaktionen keine Dienstleistungen darstellen, wurde das Schema des IWF übernommen. Allerdings kommt diesem Punkt hier kein allzu grosses Gewicht zu – es werden primär die Kapitalbewegungen untersucht.

⁴ Die Tabellen 2 bis 7 des Zahlungsbilanzschemas des IWF wurden in Anhang 1 der Vollständigkeit halber aufgeführt; für die vorliegende Arbeit haben sie keine Bedeutung.

⁵ Vgl. Anhang 2. Die graphische Darstellung der Teilbilanzen wird jeweils im Text wiedergegeben.

⁶ Unter «Dollar» wird, sofern nicht ausdrücklich anders bezeichnet, stets der amerikanische Dollar verstanden.

A. Die Güter- und Dienstleistungsbilanz

Die Güter- und Dienstleistungsbilanz besteht aus:

Handelsbilanz, Fremdenverkehr, Versicherungen, Güterverkehr, Kapitalerträge und «Verschiedene Dienstleistungen».

(1)
Handelsbilanz⁷

Von allen Posten der Ertragsbilanz existieren nur bei der Handelsbilanz monatliche Zahlen. Rechnerische Probleme stellen sich hier also nicht.

(2)
Fremdenverkehr

Zur Aufschlüsselung dieser Zahlen wurden die Übernachtungen der Ausländer verwendet. Diese Aufteilung ist insofern mangelhaft, als keine Zahlen über den schweizerischen Tourismus im Ausland zur Verfügung stehen. Allerdings überwiegt der Tourismus in die Schweiz jenen ins Ausland so stark, dass letzterer von geringerer Bedeutung ist.

(3)
Versicherungen

Für die Aufschlüsselung der Versicherungen gibt es keinerlei Unterlagen. In der Versicherungsbranche Tätige vertreten jedoch die Ansicht, die in der Ertragsbilanz veröffentlichten Zahlen seien ohne weiteres über das ganze Jahr gleichmässig verteilbar. Die Nettoerträge aus dem Versicherungsgeschäft nahmen gesamthaft kein so grosses Ausmass an, dass die Ertragsbilanz oder gar die Zahlungsbilanz hierdurch wesentlich beeinflusst worden wären⁸. Somit wirken sich auch allfällige Abweichungen nicht stark aus. Überdies rührt ein grosser Teil der Versicherungseinnahmen aus solchen ausländischen Kapitalerträgen, die keinen Saisonschwankungen unterworfen sind. Restbeträge wurden so verteilt, dass die Kurve ein möglichst gleichmässiges Bild ergab (Minimierung der Fehlerquellen).

(4)
Güterverkehr

Für die Erfassung des Güterverkehrs steht ein sehr zuverlässiger Schlüssel zur Verfügung: die Handelsbilanz. Da jedoch die Importzahlen der schweizerischen Handelsbilanz – im Gegensatz zu den Exportzahlen – cif.-Werte darstellen und die Passivseite des Güterverkehrs somit bereits in der Handelsbilanz enthalten ist, muss zur Aufteilung auf die Exporte zurückgegriffen werden.

(5)
Kapitalerträge

Da Kapitalerträge auf schweizerischen Wertschriften im Ausland entstehen, wurden sie proportional zu deren Quartalsbeständen aufgeteilt. Allerdings konnte nicht der gesamte schweizerische Wertschriftenbestand im Ausland erfasst werden, sondern nur die folgenden Posten: Auslandsanleihen, amerikanische Wertschriften in schweizerischem Besitz und deutsche Wertschriften in schweizerischem Besitz. Diese Aufstellung ist wohl etwas mangelhaft, für unsere Zwecke aber genügend.

(6)
Verschiedene
Dienstleistungen

Hier wurden folgende Posten zusammengefasst: In der Handelsbilanz nicht enthaltenen «Übrige Posten» (Lohnveredlungs-, Reparaturverkehr, Retourwaren, Schiffe im Ausland, Transport- und Versicherungskosten

⁷ Die in Klammer gesetzten Zahlen beziehen sich auf die Zahlungsbilanzpositionen in Anhang 2.

⁸ a. M. DEONNA, 88, der u. E. fälschlicherweise ausführt: «...beweisen... die Bedeutung des privaten Versicherungsgewerbes für den Ausgleich unserer Zahlungsbilanz...». Nur schon innerhalb der Ertragsbilanz zeigt ein Zahlenvergleich, dass es sich bei den Versicherungserträgen um einen relativ unerheblichen Betrag handelt. Ob die Schätzungen der Kommission für Konjunkturbeobachtung allerdings zutreffen, ist eine andere Frage.

usw.); Elektrische Energie; Post-, Telefonverkehr; Verschiedene Dienstleistungen (Transithandelsgeschäfte, Lizenzgebühren und Regiespesen, Beiträge an internationale Institutionen, Arbeitseinkommen von Schweizern im Ausland, Pensionen, Aufwendungen für die diplomatischen Vertretungen, Bankkommissionen, Filmgebühren, Auslagen der Fluggesellschaften für Landtaxen, Betriebsstoffe, Hilfeleistungen usw.). Neben den «Verschiedenen Dienstleistungen», von welchen die Ausländerrimessen bereits abgezogen worden sind⁹, fallen die anderen Posten nicht mehr stark ins Gewicht und heben sich zudem weitgehend auf.

In Anbetracht der überaus zahlreichen Unterposten dieser Position, scheint es beinahe unmöglich, einen Aufteilungsschlüssel zu finden. Allerdings sind die wenigsten dieser Untergruppen wesentlichen saisonalen Schwankungen unterworfen¹⁰. Deshalb wurden die Veränderungen gleichmässig über das ganze Jahr verteilt. Dabei ist darauf geachtet worden, dass, wenn z. B. die Steigerung in zwei aufeinanderfolgenden Jahren gross, im dritten jedoch gering war, die Zunahme im zweiten Jahr hauptsächlich während der ersten Quartale in Erscheinung trat. Die Posten (1) bis (6) sind die einzigen Positionen, welche in der schweizerischen Güter- und Dienstleistungsbilanz enthalten sind.

(7)
Güter- und
Dienstleistungsbilanz

Diese Bilanz stellt die Addition der Positionen (1) bis (6) dar. Der zweite Teil der Ertragsbilanz betrifft die «Einseitigen Transaktionen».

B. Einseitige Transaktionen

Unter dieser Position werden in der Schweiz lediglich die Ausländerrimessen erfasst.

(8)
Ausländerrimessen

Es handelt sich bei dieser Position um Geldeinkommen, welches ausländische Arbeitskräfte nicht in der Schweiz verbrauchen, sondern in ihre Heimat senden. Die Ausländerrimessen sind aus der Ertragsbilanz nur bis 1960 zurück zu verfolgen. In der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung existieren diese Zahlen zwar für weiter zurückliegende Zahlen, doch stimmen sie nicht mit jenen der Ertragsbilanz überein. Die Differenz ist darauf zurückzuführen, dass in der Ertragsbilanz die Grenzgänger als Ausländer, in der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung aber als Inländer behandelt werden¹¹. Auch wenn die absoluten Zahlen aus beiden Quellen in der Periode 1957–1964 nicht übereinstimmen, so entsprechen sich doch die prozentualen Zunahmen. Deshalb wurden die Zahlen der Ertragsbilanz mit den aus der Volkswirtschaftlichen Gesamtrechnung errechneten Prozentsätzen der Veränderungen zurück extrapoliert.

Diese jährlichen Zahlen mussten nun noch auf die Quartale verteilt werden. Zu dieser Aufschlüsselung wurde auf die Fremdarbeiterstatistik abgestellt. Je mehr ausländische Arbeitskräfte nämlich in der Schweiz beschäftigt sind, desto grösser werden deren Überweisungen an das Ausland ausfallen. Somit besteht ein direkter proportionaler Zusammenhang zwischen Anzahl der Ausländer und Höhe der Ausländerrimessen.

⁹ Vgl. S. 15.

¹⁰ Ziemlich grossen Schwankungen unterworfen ist zwar z. B. die elektrische Energie. Genaue Zahlen waren jedoch nicht zu erhalten. Da der Unterposten aber keine grossen Werte erreicht, fällt dieser Fehler nicht schwer ins Gewicht.

¹¹ Briefliche Mitteilung von M. BALTENSPERGER, Eidgenössisches Statistisches Amt, Bern.

In der Fremdarbeiterstatistik sind nur Zahlen für Februar und August enthalten¹². Deshalb wurde für das 1. Quartal jeweils die Februarzahl eingesetzt und für das 3. Quartal jene des August. Das 2. Quartal wurde als arithmetisches Mittel zwischen 1. und 3. Quartal errechnet, das 4. Quartal als arithmetisches Mittel zwischen dem 3. Quartal des laufenden und dem 1. Quartal des kommenden Jahres. Mit diesem Posten ist nun die Ertragsbilanz vollständig.

C. Zusammenfassung

(9) Ertragsbilanz

Die Ertragsbilanz stellt die Summe der Positionen (7) und (8) dar. Im folgenden werden nun die Kapitalbewegungen behandelt.

Die Kapitalbewegungen

Die Kapitalbewegungen setzen sich aus der Kapitalverkehrsbilanz und den Unerfassbaren Kapitalbewegungen zusammen. Während die Unerfassbaren Kapitalbewegungen als Residualposten errechnet wurden, konnte die Kapitalverkehrsbilanz auf Grund in- und ausländischer Veröffentlichungen wenigstens teilweise ermittelt und zusammengestellt werden.

A. Die Kapitalverkehrsbilanz

Die folgenden Positionen stellen im Grunde genommen nur einen Teil der Kapitalverkehrsbilanz dar. Es handelt sich dabei um folgende Posten: Auslandsanleihen, Schweizerische Bankendebitoren im Ausland, Schweizerische Bankkredite an das Ausland, Grundstückkäufe von Ausländern, Schweizerische Effektenkäufe in den Vereinigten Staaten, Schweizerische Effektenkäufe in der Bundesrepublik, Direktinvestitionen zwischen der Schweiz und den Vereinigten Staaten, Direktinvestitionen zwischen der Schweiz und der Bundesrepublik, Import italienischer Banknoten und schweizerische Investitionen in Italien. Für weitere Positionen stehen indessen keine zahlenmässigen Angaben zur Verfügung. Dennoch ist die hier getroffene detaillierte Aufgliederung notwendig, damit später überhaupt Aussagen über die Kapitalbewegungen gemacht werden können.

(10) Auslandsanleihen

Hier ist auf eine ähnliche Aufstellung von Reinhardt hinzuweisen¹³. Allerdings stimmen die dortigen Zahlenangaben nicht vollständig mit den vorliegenden überein. Dies ist darauf zurückzuführen, dass die in dieser Aufstellung enthaltenen Daten Nettozahlen darstellen. Im Gegensatz zu Reinhardt werden hier also auch die Rückzahlungen miteinbezogen.

(11) Bankendebitoren

Unter dieser Position ist der Saldo der Veränderungen zwischen Bankendebitoren und Bankenkreditoren zu verstehen. Ein Ansteigen der Kurve bedeutet, dass der Bankendebitorenüberschuss abgenommen hat. Da die

¹² Diese Daten wurden deshalb gewählt, weil man damit das Minimum und das Maximum an ausländischen Arbeitskräften festhalten wollte.

¹³ REINHARDT, 357.

Bankendebitoren¹⁴ schweizerische Guthaben im Ausland darstellen, bedeutet deren Abbau einen schweizerischen Kapitalimport. Wie bei der Handelsbilanz bedeutet ein Ansteigen der Kurve eine Abnahme des Defizites. In beiden Fällen führt die Verringerung der absoluten Zahlen zu einer Aktivierung der Zahlungsbilanz, da sich die Entwicklung im negativen Bereich abspielt. In unserem Fall weist die Handelsbilanz stets Defizite aus, während die Bankendebitoren sowohl mit Überschüssen, als auch mit Defiziten schliessen. Im Unterschied zur Handelsbilanz können aber die Bankendebitoren langfristig nicht aktiv schliessen, ohne dass dies zum Verschwinden der Auslandsguthaben führen würde. Halten demnach die Überschüsse an, müsste eine Position «Bankenkreditoren» entstehen.

In dieser Aufstellung sind lediglich die Bankendebitoren jener Banken enthalten, deren Bilanzen in den Monatsberichten der Schweizerischen Nationalbank aufgeführt sind. Es fehlen also insbesondere die Angaben der Privatbanken, welche ihre Bilanzen nicht publizieren. Aber auch die in der – nur jährlich veröffentlichten – offiziellen Bankenstatistik unter «Übrige Banken» aufgeführten Institute sind in der Aufstellung der Monatsberichte nicht enthalten. Da Banken dieser beiden Kategorien ebenfalls Auslandsgeschäfte betreiben, enthalten die hier aufgeführten Zahlen nicht die Bankendebitoren des gesamten schweizerischen Bankensystems. Die vorliegenden Zahlen sind somit kleiner als in Wirklichkeit. Die übrigen Bankenkategorien wie Sparkassen, Darlehenskassen, Bodenkreditinstitute und teilweise auch Lokalbanken, sind in den Monatsberichten der Nationalbank ebenfalls nicht enthalten, doch üben diese Institute ihre Geschäfte hauptsächlich im Inland aus.

Die in den Monatsberichten publizierten Zahlen können auch sonst nicht ohne weiteres übernommen werden, weil zuvor noch das «window dressing» zu eliminieren ist. Unter window dressing wird folgender Vorgang verstanden:

Jeweils gegen Jahresende – neuerdings auch auf Quartalsende – werden Auslandsguthaben der Banken kurzfristig aufgelöst und in Schweizerfranken umgewandelt. Die Bilanz erscheint dadurch liquider als es den tatsächlichen Verhältnissen entspricht. Nach dem Stichtag kehren denn auch diese Auslandsguthaben wieder ins Ausland zurück. Das window dressing erfolgt somit lediglich aus bilanztechnischen Gründen.

Zur Eliminierung des window dressing stehen zwei Wege offen. Statt der Monate März, Juni, September und Dezember könnten die Vormonate, d. h. Februar, Mai, August und November gewählt werden. Dieses Vorgehen hätte in unserem Fall den Nachteil, dass eine, wenn auch kleine, zeitliche Phasenverschiebung gegenüber allen anderen Daten entstehen würde.

Deshalb wurde hier ein zweiter Weg gewählt. Da das window dressing nur kurzfristig in Erscheinung tritt, wird weder der Vormonat noch der folgende davon betroffen sein. Deshalb wurde jeweils das arithmetische Mittel der Monate Februar/April (1. Quartal), Mai/Juli (2. Quartal), August/Oktober (3. Quartal) und November/Januar (4. Quartal) ermittelt. Allerdings wäre es möglich, dass z. B. im Januar die Bankendebitoren, unabhängig von der Auflösung des window dressing, eine massive Zunahme erfahren würden. In diesem Fall wäre die ins erste Quartal des laufen-

¹⁴ Unter Bankendebitoren ist im folgenden, sofern nicht ausdrücklich anders definiert wird, der Bankendebitorenüberschuss zu verstehen.

den Jahres fallende Zunahme der Bankendebitoren auf das 4. Quartal des vorhergegangenen vorverschoben worden. Eine solche Entwicklung konnte aber über den ganzen Zeitablauf nicht festgestellt werden.

(12)

Bankkredite

Gemäss Artikel 8 Bankengesetz sind Kredite an das Ausland ab 10 Mio. Franken¹⁵ und mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr, bei der Nationalbank genehmigungspflichtig. Um diese Kredite handelt es sich bei der vorliegenden Position. Allerdings konnten die Beträge insofern nicht vollständig erfasst werden, als ihre Rückzahlung statistisch nicht feststellbar ist. Diese Kreditgewährungen nahmen, mit Ausnahme von 1958, erst ab 1961 grössere Ausmasse an und erfolgen in der Regel langfrist¹⁶. Deshalb darf angenommen werden, dass in der vorliegenden Periode die Rückzahlungen kein grosses Ausmass angenommen haben. Immerhin dürften die vorliegenden Zahlen etwas zu hoch veranschlagt sein.

(13)

Grundstückkäufe

Diese Position betrifft Zahlungen auf Grund von Grundstückskäufen, die von Ausländern und Auslandschweizern in der Schweiz vorgenommen wurden. Die Position lässt sich erst genau ermitteln, seit die Grundstückkäufe durch Ausländer bewilligungspflichtig wurden; also vom 3. Quartal 1961 an. Da aber einzelne Kantone (so z. B. Zürich, St. Gallen, Tessin und Graubünden) auch schon vor diesem Zeitpunkt über ausländische Grundstückkäufe Statistiken führten, war es möglich, Schätzungen für den gesamten untersuchten Zeitabschnitt anzustellen.

Nicht zu erfassen waren dagegen die Kosten der auf diesen Grundstücken erstellten Häuser. Der dadurch entstandene Kapitalimport fehlt deshalb in dieser Aufstellung. Immerhin sind manche ausländische Grundstücke gar nicht überbaut worden, da der Kauf vielfach aus Gründen der Kapitalanlage (Kapitalflucht) erfolgte.

Die offizielle Statistik führt Verkäufe von Grundstücken durch Ausländer an Schweizer¹⁷ nicht auf, so dass – unter diesem Gesichtspunkt – die hier ausgewiesenen Zahlen etwas zu hoch sein dürften. Allerdings ist nicht anzunehmen, dass dieser «Rückkauf der Heimat» grosse Bedeutung erlangt hat. Die Ausländer kaufen schweizerischen Boden in der Regel aus politischen und steuerlichen Gründen. Sie werden sich so lange nicht zu einem Verkauf veranlasst sehen, als die politische und/oder steuerliche Lage unverändert bleibt.

(14)

Effektenkäufe in USA

Bei dieser Position handelt es sich um den Saldo zwischen schweizerischen Käufen und Verkäufen von Wertschriften in den Vereinigten Staaten. Käufe sind gleichbedeutend mit einem Kapitalexport – schweizerisches Kapital wird in die Vereinigten Staaten transferiert, um dort Titel zu erwerben –, Verkäufe mit einem Kapitalimport.

Über die schweizerischen Wertschriftentransaktionen in den Vereinigten Staaten liegen offizielle amerikanische Zahlen vor. Obgleich sich sowohl die vorliegende Untersuchung als auch jene von REINHARDT¹⁸ auf diese amerikanischen Quellen stützen, stimmen die Zahlen in den Jahren 1958

¹⁵ Seit dem 31. März 1964 sogar ab 5 Mio. Fr. (Gentlemen's Agreement zwischen Nationalbank und Handelsbanken, ab 1. Mai durch den Bundesrat allgemeinverbindlich erklärt).

¹⁶ REINHARDT, 356, weist allerdings darauf hin, dass diese Kredite zu einem grossen Teil der mittelfristigen Exportfinanzierung dienen.

¹⁷ Vgl. NZZ, 1963, 3953, «Missbrauch einer Statistik».

¹⁸ REINHARDT, 357.

und – in geringerem Masse – 1961 nicht überein. Möglicherweise hat REINHARDT nur die Transaktionen in amerikanischen Titeln berücksichtigt, während in der vorliegenden Aufstellung sämtliche in den Vereinigten Staaten gehandelten Titel enthalten sind¹⁹.

(15)
Effektenkäufe in
der Bundesrepublik
Deutschland

Die Effektenkäufe in der Bundesrepublik – es handelt sich wiederum um Nettoziffern – mussten ebenfalls teilweise auf Umwegen errechnet werden. In den Monatsberichten April 1963²⁰ und Juni 1964²¹ der Deutschen Bundesbank sowie in deren Geschäftsbericht 1963²² finden wir jährliche Angaben über die schweizerischen Wertschriftentransaktionen in der Bundesrepublik. Die entsprechenden Angaben auf Quartalsbasis sind nicht detailliert. Diese Zahlen beziehen sich nur gesamthaft auf ausländische Käufe und Verkäufe. Es wurde deshalb der jährliche prozentuale Anteil der Schweizer am gesamten deutschen Wertschriftenhandel mit dem Ausland errechnet und dieser – in der Annahme, er bleibe das ganze Jahr hindurch unverändert – auf die Quartalsergebnisse angewandt. In den Jahren 1958 und 1959 standen auch für die Jahresperioden keine detaillierte Aufstellungen zur Verfügung. Deshalb wurde die durchschnittliche prozentuale Zunahme der schweizerischen Wertschriftentransaktionen am Gesamthandel für die Jahre 1960–1964 errechnet und mit diesem Prozentsatz zurückextrapoliert. Für 1957 standen keinerlei Zahlen zur Verfügung. Da aber 1958 und 1959 die Wertschriftentransaktionen sehr gering waren, können sie, ohne grosse Fehlerquellen zu verursachen, für 1957 als Null betrachtet werden.

(16)
Direktinvestitionen
USA

Bei diesen Zahlen handelt es sich um den Saldo der jährlich getätigten Direktinvestitionen zwischen den Vereinigten Staaten und der Schweiz. Ein Pluszeichen bedeutet das Überwiegen amerikanischer Direktinvestitionen (Kapitalimport), ein Minuszeichen höhere schweizerische Investitionen (Kapitalexport). Auch hier existieren nur Ganzjahreszahlen. Die Quartalsergebnisse mussten deshalb geschätzt werden. Hierzu diente der Verlauf der jährlichen Zahlen. Überwogen z. B. im ersten Jahr die schweizerischen Investitionen in den Vereinigten Staaten, im dritten Jahr jedoch die amerikanischen Investitionen in der Schweiz, während im zweiten der Saldo gleich Null war, so wurde für dieses zweite Jahr im ersten Semester ein sinkendes Defizit, im zweiten Semester ein im selben Masse steigender Überschuss ausgewiesen.

(17)
Direktinvestitionen
mit der
Bundesrepublik
Deutschland

Es handelt sich hier um Angaben analog den amerikanischen Zahlen, jedoch im Verkehr mit der Bundesrepublik. Die Aufschlüsselung der wiederum nur ganzjährlich verfügbaren Zahlen geschah auf die gleiche Weise wie bei den amerikanischen Direktinvestitionen.

(18)
Italienische Bank-
noten

In Italien kann, besonders seit 1960, eine eigenartige Form des Kapitalexportes festgestellt werden. In erheblichem Ausmass wurden italienische Banknoten heimlich von Italien in die Schweiz exportiert. Teilweise

¹⁹ Selbstverständlich spielt es für unsere Zwecke keine Rolle, ob es sich um amerikanische oder andere ausländische Titel handelt. Solange Schweizer in den Vereinigten Staaten Wertschriften kaufen und verkaufen, finden zwischen den beiden Ländern Kapitalbewegungen statt. Die Nationalität der Titel ist unerheblich.

²⁰ Monatsbericht der Deutschen Bundesbank April 1963, 3ff.

²¹ Monatsbericht der Deutschen Bundesbank Juni 1964, 53.

²² Geschäftsbericht der Deutschen Bundesbank 1963, 25.

wurde dieses Geld sofort wieder nach Italien zurücktransferiert, allerdings auf legale Weise²³. Dieser reichlich sinnlos anmutende Vorgang fand statt, um das zurücktransferierte Geld als ausländisches Kapital zu deklarieren. Ausländische Investoren dürfen in Italien relativ grosse Abschreibungen vornehmen²⁴. Dieses «geschmuggelte» und hernach zurücktransferierte Geld ist als potentiellies Fluchtkapital zu betrachten.

Von informierter italienischer Seite wird geschätzt²⁵, dass bis 1961 rund 90% der exportierten Banknoten sofort wieder nach Italien zurückkehrten, 1962 noch 75%, 1963 und 1964 schliesslich sogar nurmehr 65%. In diesen Jahren ist somit, da neben dem steigenden Prozentsatz des nicht zurückkehrenden Kapitals auch noch der absolute Betrag der exportierten Banknoten stieg, beträchtliches italienisches Kapital in der Schweiz verblieben. Diese Kapitalflucht kann u. a. als Reaktion auf das politische und wirtschaftspolitische Regierungsprogramm des «Centro Sinistra» zurückgeführt werden.

(19)
Investitionen
in Italien

Da die Zahlen über die schweizerischen Investitionen in Italien nur auf Jahresbasis bestehen, mussten die Quartalsergebnisse wiederum errechnet werden. Hierzu war allerdings ein relativ komplizierter Schlüssel notwendig. Auf Grund der von MASERA geschätzten Prozentsätze²⁶, wurde vorerst der in dieser Position enthaltene Betrag der reexportierten Banknoten ermittelt. Dadurch war der grösste Teil der vorliegenden Position quartalsmässig aufgeschlüsselt. Diese vier Quartalsergebnisse wurden hierauf addiert und vom Total der schweizerischen Investitionen in Italien subtrahiert. Der Saldo gibt somit den Anhaltspunkt für den effektiven Nettobetrag schweizerischer Investitionen in Italien²⁷.

Die so ermittelten Werte wurden nach der gleichen Methode aufgeteilt, wie bei den «Direktinvestitionen USA»²⁸. Die resultierenden Quartalsergebnisse mussten schliesslich zu den Quartalsergebnissen der reexportierten italienischen Banknoten hinzugezählt werden. Daraus ergaben sich die vorliegenden Zahlen.

Mit den «Investitionen in Italien» ist die vorliegende Kapitalverkehrsbilanz, soweit erfassbar, vollständig. Allerdings fehlen z. B. sämtliche Kapitaltransaktionen mit Frankreich, Grossbritannien und Südamerika. Dass eine vollständige Erfassung nicht möglich war, sollte kein Grund sein, das vorhandene Material nicht zu untersuchen. Wie wir noch sehen werden, lassen auch die vorhandenen Angaben interessante Schlüsse zu.

(20)
Kapitalverkehrs-
bilanz

Durch die Addition der Posten (10) bis (19) erhalten wir die Kapitalverkehrsbilanz, welche die Summe der sichtbaren, bzw. sichtbar gemachten Kapitalbewegungen darstellt. Die übrigen Kapitalbewegungen treten bei den Unerfassbaren Kapitalbewegungen in Erscheinung.

²³ Vgl. (19) Investitionen in Italien.

²⁴ Dem Verfasser überlassene Angaben von F. MASERA, Banca d'Italia, Rom.

²⁵ Dem Verfasser überlassene Angaben von F. MASERA, Banca d'Italia, Rom.

²⁶ Vgl. oben.

²⁷ Allerdings können diese Investitionen auch mit ausländischem Geld, jedoch unter schweizerischem Namen getätigt worden sein.

²⁸ Vgl. S. 18.

B. Der Residualposten

(21)
Unerfassbare
Kapitalbewegungen

Die Unerfassbaren Kapitalbewegungen wurden durch die Subtraktion der Ertragsbilanz und der Kapitalverkehrsbilanz von den «Veränderungen der Währungsreserven» ermittelt.

C. Die gesamten Kapitalbewegungen

(22)
Total
Kapitalbewegungen

Addieren wir die beiden vorstehenden Positionen, so ergibt sich daraus der gesamte Kapitalverkehr. Eine andere Berechnungsart stellt die Subtraktion der Ertragsbilanz von den Veränderungen der Währungsreserven dar. Bevor auf diese Weise die Kapitalbewegungen bestimmt werden können, sind jedoch die Veränderungen der Währungsreserven zu ermitteln.

Die Währungsreserven

(23)
Währungsreserven

Der Begriff «Währungsreserven» wird in der vorliegenden Arbeit weiter gefasst, als allgemein üblich. Es sei deshalb im folgenden erläutert, aus welchen Grössen sich die vorliegende Position zusammensetzt.

A. Ermittlung der Währungsreserven

Die Schweizerische Nationalbank veröffentlicht in ihren Monatsbulletins Angaben über die schweizerischen Währungsreserven. Die vorliegenden Ergebnisse stimmen aber mit den amtlichen Angaben nicht überein. Dies lässt sich damit erklären, dass hier die Veränderungen der folgenden Posten zusammengefasst sind: Gold (Schweizerische Nationalbank und Bund), Devisen, Kursgesicherte Guthaben der Nationalbank bei ausländischen Notenbanken, bei der Nationalbank domizilierte ausländische Schatzanweisungen in Schweizer Franken²⁹ und ausländische Guthaben des Bundes. Wenn diese Definition der Währungsreserven auch von der allgemeinen Terminologie abweicht, so haben doch alle die miteinbezogenen Grössen de facto die Funktion von Währungsreserven.

In Abweichung von der zahlungsbilanzstatistischen Praxis werden Zunahmen der Währungsreserven mit einem Pluszeichen, Abnahmen mit einem Minuszeichen versehen. Der buchhalterische Fehler wurde mit Absicht in Kauf genommen. Dafür können die Veränderungen der Währungsreserven als Zahlungsbilanzsaldo aufgefasst werden. Die Währungsreservenveränderungen sind somit nicht als Aussagen über Importe und Exporte zu betrachten, sondern als Summe von Ertragsbilanz und Kapitalbewegungen. Allerdings bedarf die vorliegende Position noch zweier Korrekturen, da sonst bei der Ermittlung der «Unerfassbaren Kapitalbewegungen» Fehler entstehen müssten.

²⁹ Die sogenannten Roosa-Bonds.

Eine Fehlerquelle wurde bei den Bankendebitoren bereits erläutert und eliminiert: das window dressing.

a) Das window dressing

Durch das window dressing erhöhen sich die Währungsreserven der Nationalbank über Jahres- und Quartalsende kurzfristig (Umwandlung der ausländischen Guthaben in Schweizer Franken). Anschliessend findet der umgekehrte Vorgang statt. Somit werden auch die Währungsreserven vom window dressing direkt beeinflusst, und zwar im gleichen Ausmass wie die Bankendebitoren³⁰. Deshalb muss die gleiche Korrektur, wie bei den Bankendebitoren, auch bei den Währungsreserven vorgenommen werden.

Dies geschah, indem die Differenz zwischen den beiden Bankendebitorenreihen (z)³¹ zu den Währungsreserven addiert wurde.

Da $(11) = (11a)^{32} + z$ folgt $(23) = (23a) + z$

Ohne diese Korrektur entstände eine Veränderung der «Unerfassbaren Kapitalbewegungen»:

$$(23) - (20)^{33} - (9) = (21)$$

Deshalb $(23) - [(20a) + z] - (9) = (21a) - z$

Dieses Vorgehen ist natürlich unzulässig, wäre doch das window dressing statt eliminiert, lediglich spiegelbildlich zu den Unerfassbaren Kapitalbewegungen verschoben und dadurch kompensiert worden. Die Gleichung muss vielmehr lauten:

$$\text{Wenn } (9) + (20) + (21) = (23)$$

$$\text{so } (9) + [(20a) + z] + (21) = (23a) + z$$

Ausser der Eliminierung des window dressing müssen jedoch die Währungsreserven ein zweites Mal korrigiert werden, nämlich durch die Eliminierung der sogenannten Special Transactions.

b) Special Transactions

Dieser Ausdruck lässt sich mit «Währungstransaktionen» übersetzen. Was stellen aber Special Transactions konkret dar?

³⁰ Mit einer Ausnahme, auf welche bei den «Special Transactions» (S. 22 ff.) noch eingetreten werden soll.

³¹ Vgl. Anhang 2.

³² Alle mit «a» bezeichneten Zahlen stellen die supponierten Grössen, vor Berücksichtigung des window dressing, dar.

³³ Dass eine Korrektur an den Bankendebitoren, welche einen Teil der Kapitalverkehrsbilanz darstellen, auch letztere beeinflussen, liegt auf der Hand.

1. Begriff

Unter dieser Bezeichnung werden im englischen Sprachgebrauch seit relativ kurzer Zeit Vorgänge verstanden, die lediglich aus währungstechnischen Gründen erfolgen. Allein schon die Stützungsaktionen für das Pfund Sterling in den letzten Jahren und deren Auswirkungen auf die englische Zahlungsbilanz zeigen, dass die Währungsreserven, so wie sie veröffentlicht werden, keinen Maßstab mehr für die Entwicklung der Zahlungsbilanz abgeben.

1959, als Special Transactions noch nicht bekannt waren, schrieb ASCHINGER: «Ertragsbilanzsaldo und Nettokapitaleinfuhr oder -ausfuhr zusammen spiegeln sich in den Bewegungen der Währungsreserven von Nationalbank und Bund wider»³⁴. Seit Einführung der Special Transactions stimmt diese Aussage aber nicht mehr.

In welcher Form erscheinen Special Transactions? Prinzipiell kann zwischen zwei Hauptgruppen unterschieden werden, zwischen Special Transactions mit dem Ausland und solchen mit dem Inland. Vorerst sei auf die Special Transactions mit dem Ausland eingetreten, wobei gleichzeitig angegeben wird, welche Transaktionen sich auf die schweizerische Zahlungsbilanz auswirken.

2. Special Transactions zwischen der Schweizerischen Nationalbank und ausländischen Notenbanken

Unter dem Begriff «Special Transactions» werden hier sämtliche Währungshilfen von Bund und Nationalbank – aber nicht der Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) – an das Ausland zusammengefasst sowie auch deren Sekundärwirkungen. Allerdings wurden jene Special Transactions nicht in die Aufstellung übernommen, welche keinen Einfluss auf die Menge der schweizerischen Währungsreserven³⁵ hatten. Andererseits sind hier die Veränderungen der kursgesicherten Guthaben der Schweizerischen Nationalbank bei ausländischen Notenbanken ebenso enthalten, wie die ausländischen Schatzanweisungen in Schweizer Franken (ROOSA-Bonds) bei der Nationalbank und beim Bund. Mitberücksichtigt wurden Zessionen dieser Schatzanweisungen und kursgesicherter Guthaben an die schweizerischen Handelsbanken. Zwar handelte es sich dabei nicht nur um ausschliesslich währungspolitische Transaktionen – sie wurden teilweise auch aus konjunkturpolitischen Gründen vorgenommen –, doch entstanden die durch sie hervorgerufenen Währungsreservenveränderungen nicht im regulären Wirtschaftsverkehr mit dem Ausland. Nachstehend seien Special Transactions erwähnt, welche keine Veränderungen der schweizerischen Währungsreservenmenge zur Folge hatten und deshalb nicht berücksichtigt wurden.

Als das englische Pfund 1961 unter Druck geriet, war die Schweiz an der Währungshilfe führend beteiligt. Dies geschah zum Teil dadurch, dass sie der Bank of England Gold gegen Pfund Sterling zur Verfügung stellte (Swap). Für Grossbritannien war dies gleichbedeutend mit einer Vergrößerung der Währungsreserven, nicht aber für die Schweiz. Da die Schweiz

³⁴ ASCHINGER, 25.

³⁵ Währungsreserven im Sinne von S.20. Literatur zur Erfassung der Währungshilfen vgl. Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank; Geschäftsberichte der Schweizerischen Nationalbank; LADEMANN, *Währungspolitische Chronik* in: Aussenwirtschaft; COOMBS, Monatsberichte des Federal Reserve Board.

sowohl das Pfund Sterling als auch das Gold zu den Währungsreserven zählt, tauschte sie lediglich ein Reservemedium gegen ein anderes. Anders ausgedrückt, fand wohl eine Änderung der Währungsreservenstruktur statt, die Menge aber blieb konstant. Ein weiterer Teil der damaligen schweizerischen Hilfsaktion bestand darin, dass Dollarguthaben von New York abgezogen und nach London transferiert wurden. Auch diese Transaktion wurde hier nicht aufgeführt, weil sich dadurch nur der Schuldner, nicht aber die Währungsreserven verändert hatten.

Ganz ähnlich verhielt es sich mit der Währungshilfe an Italien im Jahre 1964. Die Schweizerische Nationalbank trat der Banca d'Italia Schweizer Franken ab, welche diese zum Erwerb von Dollars verwendete. Die Federal Reserve Bank of New York ihrerseits benützte die Schweizer Franken zur Tilgung der mit der Schweizerischen Nationalbank bestehenden Swaps. Auch hier also änderte nur der Schuldner, nicht die Währungsreserven.

Ebenfalls nicht berücksichtigt wurden schliesslich Swaps, bei denen der ausländische Partner die Franken dazu verwendete, die eigene oder eine andere Währung in der Schweiz zu kaufen (Erster Fall: Vereinigte Staaten, Juli 1962, zweiter Fall: Grossbritannien, Ende 1964). Der durch den Swap erfolgte Zuwachs an Währungsreserven wurde derart sofort wieder abgebaut, so dass per Saldo die Währungsreserven unverändert blieben. Der Abbau wäre ohne vorhergehenden Swap nicht möglich gewesen. Beide Transaktionen waren währungstechnischer Natur und hoben sich somit auf. Währungstransaktionen, die sich zahlenmässig aufheben, scheinen auf den ersten Blick nicht sehr sinnvoll. Es darf dabei aber nicht ausser acht gelassen werden, dass sich die Währungsreserven nicht nur quantitativ, sondern auch qualitativ verändern können. So legten – und legen – die Vereinigten Staaten Wert darauf, ihren Goldbestand nicht dezimieren zu lassen. So lange aber der Dollar abwertungsbedroht erscheint, werden die ausländischen Notenbanken darnach trachten, ihre Dollarbestände gegen Gold einzutauschen. Durch die Swaps konnte eine Kurssicherung des Dollars erzielt werden. Nach Ablauf des Swaps muss die Federal Reserve Bank New York aber den selben Betrag Schweizer Franken zurückzahlen, den sie zuvor erhalten hat. Die Schweizerische Nationalbank konnte somit «schlechte» (kursungesicherte) Dollars gegen «gute» (kursgesicherte) eintauschen.

Beinahe ebenso grosses Gewicht wie den Special Transactions mit dem Ausland kommt in der Schweiz den Special Transactions im Inland zu. Wie diese Special Transactions sich innerhalb des inländischen Bankenapparates auswirken, sei im folgenden erläutert.

3. Special Transactions zwischen der Schweizerischen Nationalbank und den inländischen Handelsbanken

Ein besonderes Problem stellte sich bei der Berücksichtigung der Swaps zwischen Nationalbank und Handelsbanken zur Überbrückung des window dressing. Dieses wurde durch die Korrektur bei den Bankendebitoren eliminiert³⁶ und bei den Währungsreserven schon berücksichtigt³⁷. Die Swaps zwischen Nationalbank und Handelsbanken – die Zahlen werden jeweils im Geschäftsbericht der Nationalbank angegeben – dürften deshalb nur dann zur Korrektur der Währungsreserven verwen-

³⁶ Vgl. S. 16f. ³⁷ Vgl. S. 21.

det werden, wenn bei den Bankendebitoren kein window dressing stattfindet; andernfalls entstünden Doppelzählungen. Das window dressing wäre vorerst nach der Methode A ermittelt und von den Währungsreserven abgezogen worden und hernach gleich nochmals nach der Methode B. Es stellt sich die Frage, ob bei den Bankendebitoren überhaupt window dressing stattfindet. Die Kurve auf Seite 25 zeigt den Verlauf der Bankendebitoren vor der Berücksichtigung des window dressing. Das Ausmass des window dressing wird vor allem seit 1961 klar ersichtlich. Tatsächlich tritt das window dressing so stark in Erscheinung, dass eine langfristige Interpretation des Verlaufs der Kurve nahezu unmöglich wird. Durch das window dressing wurde die Nationalbank jeweils kurzfristig mit ausländischen Devisen – welche sie fest übernehmen musste – überschwemmt. Sobald ihr Devisenbesitz zu gross wird³⁸, pflegt die Nationalbank die Devisen in Gold zu konvertieren. Bei dem durch window dressing verursachten Devisenzufluss muss sie nur wenig später Gold verkaufen, um der Devisenfrage der Banken, welche das window dressing wieder auflösen, nachkommen zu können. Konvertiert sie die anfallenden Devisen nicht, so läuft sie ein zwar tragbares, aber doch erhöhtes Risiko, bei einer allfälligen Abwertung Verluste zu erleiden.

Vor allem aber kann die Nationalbank durch die Swaps das früher übliche starke Fluktuieren des Dollarkurses (zuerst kursdrückende Dollarverkäufe, nachher kurssteigernde Dollarkäufe) verhindern. Für die Banken ändert sich aber durch das Swapgeschäft nichts; sie müssen weiterhin Auslandsguthaben auflösen und in Schweizer Franken konvertieren.

Aus allem dem folgt, dass die Swaps zwischen Nationalbank und Handelsbanken tatsächlich eine zweite Möglichkeit zur Eliminierung des window dressing darstellen. Aus mehreren Gründen wurden aber diese Zahlen nicht verwendet. An erster Stelle muss erwähnt werden, dass die Verwendung der offiziellen Zahlen eine Verfälschung der Ergebnisse zur Folge haben müsste. Dadurch, dass nur die Bankendebitoren einer bestimmten Bankengruppe ermittelt werden konnten, darf auch nur deren window dressing berücksichtigt werden. Die Nationalbank aber wickelt Swaps mit allen Banken ab. Zudem steht es den Banken frei, auch über die Swaps hinaus window dressing vorzunehmen. Dass sie dies auch getan haben, beweist die Tatsache, dass das window dressing bei den Bankendebitoren mehrheitlich die Swaps übertroffen hat und dies, obwohl die erfassten Banken nur einen Teil der Swaps in Anspruch genommen haben. Gegen die Verwendung der amtlichen Zahlen spricht sodann, dass Swaps nur auf Jahresende getätigt wurden, mit Ausnahme von 1963, als Nationalbank und Handelsbanken analoge Abkommen zusätzlich im Juni abschlossen. Demgegenüber fand aber, wenn auch in bescheidenerem Rahmen, window dressing ebenfalls auf Quartalsende statt. Regelmässig nehmen zu diesem Zeitpunkt die Bankendebitoren ab und die Währungsreserven zu.

In zwei Fällen allerdings übertrafen die Swaps das hier ermittelte window dressing (z)³⁹, nämlich Ende 1959 und Ende 1963. Die mangelhafte Erfassung der Auslandsguthaben bei den Banken hat zur Folge, dass window dressing auch auf weitere Positionen vorgenommen wurde. Zudem bezog die Nationalbank in den letzten Jahren zusätzlich die erwähnten kursgesicherten Guthaben und ausländischen Schatzanweisungen in Schweizer Franken⁴⁰ in die Swaps ein.

³⁸ In der Regel hält die Nationalbank 5–7% ihrer Währungsreserven in Devisen.

³⁹ Vgl. S. 21.

⁴⁰ Vgl. S. 22.

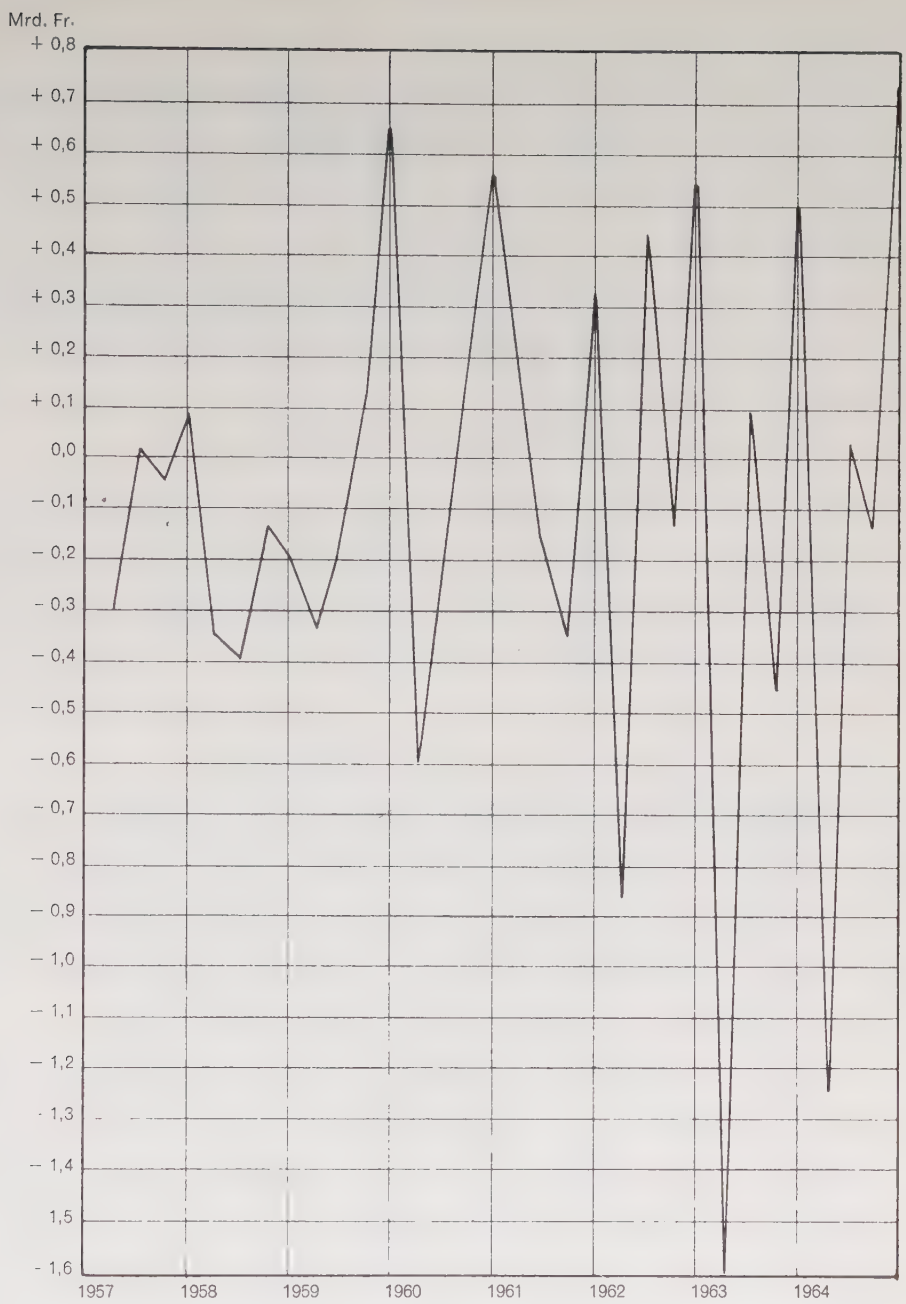


Fig. (I) Bankendebitoren (mit window dressing)

In diesen beiden erwähnten Fällen (1959 und 1963) wurden die Swaps zwischen Nationalbank und Handelsbanken berücksichtigt, wenn auch nur mit dem Betrag, der das bei den Bankendebitoren ermittelte window dressing übertraf. Doppelzählungen entstanden dadurch keine, da dieses zusätzliche window dressing nicht bei den Bankendebitoren entstand und also auch nicht dort ermittelt werden konnte. – Nachdem nun die einzelnen Positionen genau definiert worden sind, können sie auf ihren Verlauf untersucht werden.

2. Kapitel: Der Verlauf der einzelnen Zahlungsbilanzpositionen in den Jahren 1957-1964

Bei der Untersuchung der einzelnen Zahlungsbilanzpositionen soll die gleiche Reihenfolge eingehalten werden, wie bei deren statistischer Definition. Zu betrachten ist deshalb zunächst die Ertragsbilanz.

Der Verlauf der Ertragsbilanz

Bei der Erläuterung der einzelnen Ertragsbilanzpositionen zeigt sich, wie sinnvoll die Unterteilung der Ertragsbilanz in Güter- und Dienstleistungsbilanz einerseits und Einseitige Transaktionen andererseits ist. Im Gegensatz zur Ertragsbilanz, welche seit 1961 stets mit einem Defizit abschloss, weist die Güter- und Dienstleistungsbilanz auch in den Jahren 1961-1964 oft Überschüsse auf⁴¹.

A. Die Güter- und Dienstleistungsbilanz

(1) Handelsbilanz

Der Verlauf der schweizerischen Handelsbilanz zwischen 1957 und 1964 lässt sich in zwei Abschnitte unterteilen⁴². Zwar war die Handelsbilanz zu jeder Zeit passiv, doch ist das Defizit in der Periode 1961-1964 wesentlich grösser als jenes in den Jahren 1957-1960. In der ersten Phase war sie einmal (4. Quartal 1958) sogar nahezu ausgeglichen. Seit jenem Zeitpunkt verschlechterte sie sich aber ständig, mit Ausnahme der leichten Erholung in der zweiten Hälfte des Jahres 1962.

Die Ursachen für das Entstehen der beiden Phasen in der Handelsbilanz lassen sich mit dem Verlauf der schweizerischen Konjunktur und dem Konjunkturgefälle zwischen der Schweiz und dem Ausland erklären. Demgegenüber hatte die Spaltung Europas in zwei Wirtschaftsblöcke (EWG - EFTA) anfänglich nur geringe Folgen⁴³, da die Zolländerungen zunächst gering waren und noch nicht allzu grosse Auswirkungen hatten. 1961 weitete sich jedoch der Graben, als der Beschleunigungsplan der EWG in Kraft trat. Die schweizerische Exportwirtschaft traf in der EWG nunmehr auf härtere Konkurrenz. Zudem versuchten die schweizerischen Exporteure vor Inkraftsetzung des neuen Zolltarifs noch möglichst viele Waren in den EWG-Raum zu liefern. Die schweizerischen Exporte waren deshalb im 4. Quartal 1960 aussergewöhnlich hoch, im 1. Quartal 1961 ungewöhnlich klein. Entsprechend ergab sich im 4. Quartal 1960 ein geringes, im 1. Quartal 1961 ein sehr hohes Defizit. Zudem warf die eidgenössische Volksabstimmung über den Treibstoffpreiszuschlag (29. April 1961) bereits ihren Schatten voraus und bewirkte, dass die Benzinimporteure im 1. Quartal 1961 ihre Lager auffüllten⁴⁴. Diese beiden Ereignisse -

⁴¹ Vgl. Anhang 2 (7) Güter- und Dienstleistungsbilanz und (9) Ertragsbilanz sowie die entsprechenden Graphiken S. 32 und S. 34.

⁴² 1957-1960 und 1961-1964. Vgl. Fig. (1) S. 27.

⁴³ Gründung der EWG: 28. März 1957, Gründung der EFTA: 1. Juli 1960.

⁴⁴ Vgl. NZZ, 1962, 2933, «Die schweizerische Handelsbilanz im 1. Quartal 1962».

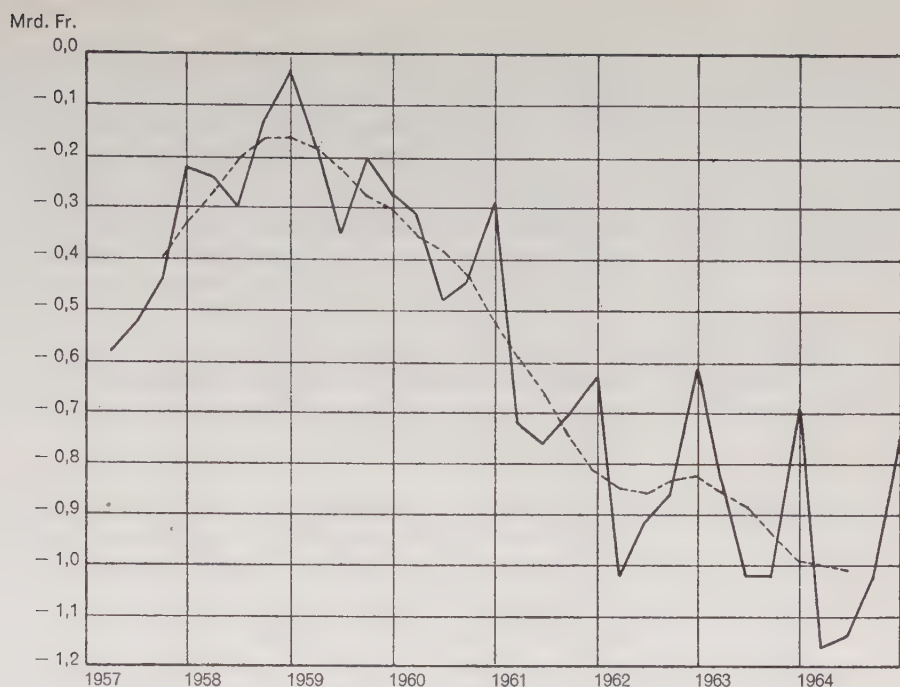


Fig. (1) Handelsbilanz⁴⁵

zusätzliche Exporte im 4. Quartal 1960 und zusätzliche Importe im 1. Quartal 1961 – schufen zwischen den Abschnitten eine klare Zäsur. Anfangs 1957 führten die Nachwirkungen des Ungarn- und des Suezkonfliktes zu vermehrten Importen, die das Handelsbilanzdefizit erhöhten. Allerdings schwächte sich diese Entwicklung im Verlaufe des Jahres deutlich ab, und 1958 hatte die Schweiz dann das geringste Handelsbilanzdefizit der untersuchten Zeitspanne zu verzeichnen. Der geringe Fehlbetrag des 4. Quartals dürfte damit zu erklären sein, dass infolge der Rezession von 1957/58⁴⁶, wesentlich geringere Importe getätigt wurden. Die Binnenkonjunktur der wichtigsten Aussenhandelspartner der Schweiz⁴⁷ befand sich demgegenüber bereits wieder in einer Phase des Aufschwungs, was die schweizerischen Exporte stimulierte. Zudem mussten die 1957 importierten Lagerbestände wieder abgebaut werden. Erst der schweizerische Konjunkturaufschwung im Jahre 1959 führte zu wesentlich grösseren Importen und damit zu einer Tendenzumkehr im Aussenhandel. Ab 1961 verursachte die in der Schweiz herrschende Hochkonjunktur ständig anwachsende Handelsbilanzdefizite. Die geringfügige Verbesserung in der zweiten Hälfte 1962 ist auf eine vorübergehende Rezession der schweizerischen Wirtschaft zurückzuführen⁴⁸.

Mit Ausnahme von 1959 verzeichnete die Handelsbilanz jeweils im 4. Quartal das geringste Defizit. Dass dies 1959 nicht der Fall war, muss auf die für den 1. Januar 1960 angekündigte Inkraftsetzung des neuen schweizerischen Zolltarifs zurückgeführt werden⁴⁹. Um die daraus resultierenden höheren Zollsätze zu umgehen, deckten sich die Importeure vorzeitig

⁴⁵ Die gestrichelte Linie stellt immer den Trend dar, berechnet auf gleitenden Fünfquartalsmittel.

⁴⁶ Vgl. S. 71.

⁴⁷ Bundesrepublik Deutschland, Frankreich, Italien und die Vereinigten Staaten.

⁴⁸ Vgl. S. 70, Fig. II.

⁴⁹ Vgl. BOSSHARDT, Aussenwirtschaft I/II 1960, 177.

ein, was eine Zunahme der Importe zur Folge hatte. BOSSHARDT schätzt diese Vorbezüge auf 250 Mio. Franken⁵⁰. Dies würde bedeuten, dass die schweizerische Handelsbilanz «ordnungsgemäss» im letzten Quartal mit einem Defizit von 30 Mio. Franken abgeschlossen hätte; also mit dem gleichen Ergebnis wie im Vorjahr. Auch die Tatsache, dass das Defizit des 1. Quartals 1960 kaum höher war als jenes des 4. Quartals 1959, stützt die These der vorbezogenen Importe. Folgen wir BOSSHARDTS Schätzung, so hätte das Defizit des 1. Quartals 1960 beachtliche 560 Mio. Franken betragen; die Differenz gegenüber dem Vorquartal hätte sich demnach statt auf nur 40 Mio. auf 270 Mio. Franken belaufen.

Das jeweils geringste Defizit der Handelsbilanz im letzten Quartal ist beinahe immer auf eine Exportsteigerung und nicht auf einen Importrückgang zurückzuführen.

(2)

Fremdenverkehr

Der Fremdenverkehr stellt den wichtigsten Aktivposten der schweizerischen Dienstleistungsbilanz dar. Tatsächlich dürften die zahlungsbilanzmässigen Auswirkungen des Fremdenverkehrs sogar noch grösser sein, als dies aus den veröffentlichten Zahlenangaben hervorgeht. Die statistisch nicht erfassten Unterkunftsmöglichkeiten, wie Chalets und Ferienwohnungen, haben vor allem in der letzten Zeit stark zugenommen.

Die aus dem Fremdenverkehr resultierenden Zahlungen sind äusserst regelmässigen Saisonschwankungen ausgesetzt⁵¹ (vgl. Fig. (2)). Den grössten Aktivsaldo finden wir jeweils im 3. Quartal, den geringsten im vierten. Dieser Verlauf scheint auf den ersten Blick nicht den Erwartungen zu entsprechen, da der Wintertourismus höhere Ergebnisse vermuten liesse. Allerdings muss berücksichtigt werden, dass die Saisonhotellerie nur einen Teil des gesamten Gastgewerbes darstellt. Zudem wird die Wintersaison statistisch in zwei Teile getrennt. Der Dezember fällt zusammen mit den touristenarmen Monaten Oktober und November in das 4. Quartal, während jeweils im 1. Quartal der Januar – «Januarloch» – für die Schweiz schlechtere Ergebnisse abwirft.

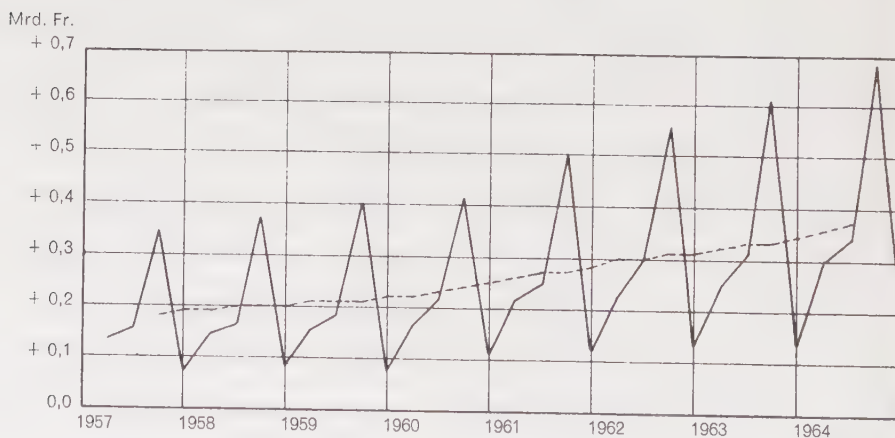


Fig. (2) Fremdenverkehr

⁵⁰ BOSSHARDT, Aussenwirtschaft I/II 1960, 178. Immerhin scheint diese Zahl etwas hoch zu sein. 160 Mio. Fr. dürften der Wirklichkeit eher entsprechen. Dieser Zahlenvorbehalt ändert aber nichts am Gesamtbild.

⁵¹ Die Ansicht des Vororts des Schweizerischen Handels- und Industrie-Vereins, Handel und Industrie 1961, 185, «Ganz allgemein kann festgestellt werden, dass das Gewicht der Wintersaison ... zunimmt» ist deshalb nicht vollständig zutreffend.

Von den saisonalen Schwankungen abgesehen, stiegen die Einnahmen aus dem Fremdenverkehr ständig, wobei das Wachstum besonders seit 1960 stärker ausgeprägt ist. Allerdings stellt die Verbesserung der Fremdenverkehrsbilanz kein ausreichendes Gegengewicht zu der sich zur selben Zeit massiv verschlechternden Handelsbilanz dar. Vermochte früher der Ertrag aus dem Fremdenverkehr weitgehend das Handelsbilanzdefizit zu decken, so kompensierte er in den letzten Jahren nicht einmal mehr die ins Ausland überwiesenen Löhne ausländischer Arbeiter.⁵²

(3) Versicherungen

Die aus der Auslandstätigkeit der Versicherungswirtschaft herrührenden Überweisungen erreichten zu keiner Periode hohe Werte. Zudem erfolgten die Zahlungen äusserst regelmässig (vgl. Fig. (3)). Eine nähere Betrachtung dieser Position erübrigt sich deshalb.

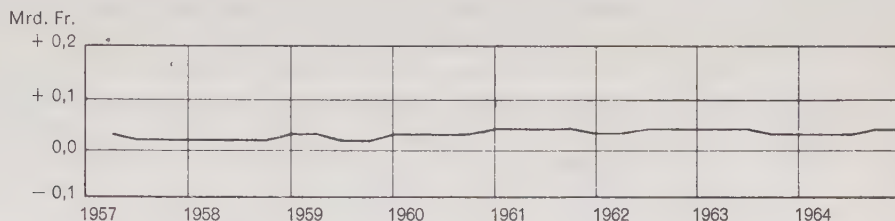


Fig. (3) Versicherungen

(4) Güterverkehr

In der schweizerischen Handelsbilanz stellen die Importe cif.-Werte dar, die Exporte fob.-Werte. Mit den Importspesen ist deshalb in ihr ein wesensfremder Posten versteckt. Das Defizit der schweizerischen Handelsbilanz ist somit überhöht. Richtigerweise sollte sie auch für die Importe fob.-Werte enthalten. Das hätte zur Folge, dass die Bilanz des Güterverkehrs nicht aktiv, sondern passiv schliessen würde. Für unsere Zwecke hat dieses Problem allerdings eine untergeordnete Bedeutung, da zur Erfassung des Kapitalverkehrs nur die Ertragsbilanz als Ganzes wichtig ist.

Der Verlauf der Güterverkehrsbilanz ist sehr regelmässig (vgl. Fig. (4)). Der Ertrag des letzten Quartals 1964 beträgt, analog der Exportentwicklung, das Doppelte des ersten Quartals 1957⁵³.

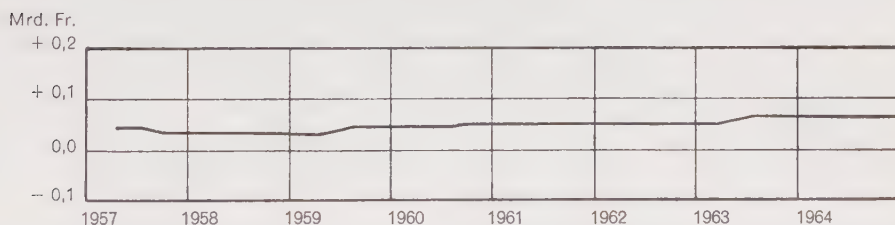


Fig. (4) Güterverkehr

⁵²	Handelsbilanz (in Milliarden Franken)	Fremdenverkehr	Ausländerrimessen
1957	-1,74	+0,73	-0,45
1958	-0,64	+0,79	-0,48
1962	-3,41	+1,22	-1,25
1963	-3,56	+1,31	-1,45
1964	-4,08	+1,49	-1,56

⁵³	Güterverkehr (in Milliarden Franken)	Exporte
1. Quartal 1957	0,03	1,62
4. Quartal 1964	0,06	3,26

(5)
Kapitalerträge

Die in der schweizerischen Ertragsbilanz veröffentlichten Werte der Kapitalerträge werden vielfach angezweifelt. Bankiers in Basel und Zürich veranschlagen allein die französischen Depots bei Genfer Banken auf annähernd 20 Mrd. Franken⁵⁴. Die meisten Schätzungen über die schweizerischen Vermögensanlagen im Ausland und über die ausländischen Vermögen in der Schweiz⁵⁵ liegen aber wesentlich tiefer. Hätten allerdings – was zumindest in diesem Ausmass bezweifelt werden muss – die Basler und Zürcher Bankiers dennoch recht, so würde der Saldo der Kapitalerträge massiv zusammenschmelzen, wenn nicht sogar das Vorzeichen ändern. Je nach Anlageart der französischen Guthaben müsste nämlich die Schweiz entweder Zins an das Ausland entrichten, oder aber Kapitalerträge wären auf Wertschriften erzielt worden, welche sich wohl in schweizerischem Besitz, nicht aber in schweizerischem Eigentum befinden. Im ersten Fall wäre die Passivseite der Kapitalertragsbilanz zu klein, im zweiten zu gross⁵⁶.

Zu berücksichtigen ist, dass sich die Kommission für Konjunkturbeobachtung bei der Erstellung ihrer Schätzungen ebenfalls auch auf – allerdings vorsichtigeren – Veranschlagungen aus Bankkreisen stützt. Ihre Angaben dürften zutreffender, aber eher zu hoch als zu niedrig sein. Die Güter- und Dienstleistungsbilanz wird – unter diesem Gesichtspunkt – deshalb stärker defizitär als ausgewiesen abschliessen.

Die Entwicklung der Kapitalertragsbilanz verläuft fast über den gesamten Zeitraum hinweg mässig steigend (vgl. Fig. (5)). Der Rückschlag im 1. Quartal 1958 dürfte auf die gerade überwundene Rezession zurückzuführen sein. Ausländische Wertschriften wurden abgestossen und der Gegenwert im Inland investiert. Die Veräusserung von ausländischen Wertpapieren im 4. Quartal 1964 ist wohl mit den Massnahmen des Bundesrates zur Abwehr ausländischer Gelder zu erklären. Aus Furcht davor, dass auch Massnahmen gegen die Repatriierung von im Ausland domiziliertem schweizerischem Kapital ergriffen würden, erfolgte eine vorzeitige Heimschaffung. Zudem machte sich in der Schweiz ein grösseres Liquiditätsbedürfnis geltend⁵⁷.

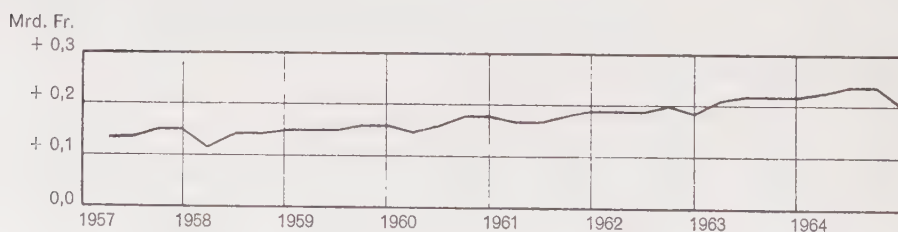


Fig. (5) Kapitalerträge

(6)
Verschiedene
Dienstleistungen

Die gesamte Position stellt nach dem Fremdenverkehr und vor den Kapitalerträgen⁵⁸ den zweitgrössten Aktivposten der schweizerischen Güter-

⁵⁴ Die Tat, 1962, 263, «Fremde Zelte auf Schweizer Boden», schätzt mit «nur» 15 Milliarden relativ unwesentlich tiefer.

⁵⁵ Vgl. hierzu ASCHINGER, 61 ff.; IKLÉ, 264; Schweizerische Bankgesellschaft, 38.

⁵⁶ Allerdings trifft dies nur zu, wenn diese Erträge repatriert werden, was nicht unbedingt der Fall sein muss.

⁵⁷ Unzutreffend ist die Feststellung der OECD, 1964, 13, 1963 habe die Zunahme der Kapitalerträge nachgelassen. Tatsächlich stieg die Zunahme von 1962 auf 1963 um 100 Mio. Fr., gegenüber lediglich 60 Mio. von 1961 und 1962.

⁵⁸ Die Kapitalerträge dürften in Anbetracht der oben angestellten Überlegungen zudem eher noch etwas tiefer als ausgewiesen liegen.

und Dienstleistungsbilanz dar. Würde auf die Schätzung der Basler und Zürcher Bankiers⁵⁹ abgestellt, so hätten die dadurch erhöhten Kommissionen, Depotgebühren usw. einen beträchtlich höheren Aktivsaldo dieser Positionen zur Folge. Um so bedauerlicher ist es, dass in der schweizerischen Ertragsbilanz die Position «Verschiedene Dienstleistungen» nicht aufgeteilt wird. Dadurch verlieren im Detail aufgeführte Grössen, wie z. B. Elektrische Energie (im ganzen Jahr 1963: + 10, 1964: + 11 Mio. Franken) erheblich an Aussagekraft.

Von 1957 bis 1964 verlief die Entwicklung regelmässig. (Vgl. Fig. (6)). Dabei darf allerdings nicht vergessen werden, dass die allein verfügbaren Ganzjahreszahlen gleichmässig über das Jahr aufgeteilt wurden⁶⁰.

Bis 1962 nahmen die Nettoerträge dieser Position zwar stetig, aber doch nur geringfügig zu. 1963 setzte eine Belebung des Wachstums ein, was auf die Expansion der Wirtschaft und die besonders seit jenem Jahr stärkere Inflationsrate zurückzuführen ist.

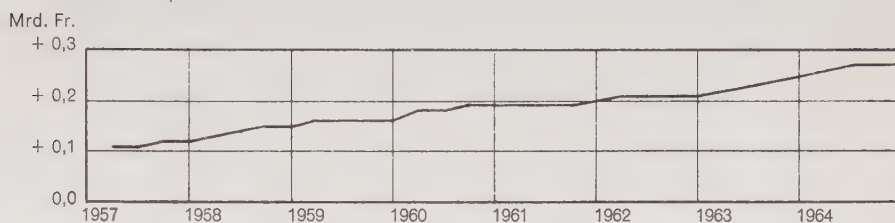


Fig. (6) Verschiedene Dienstleistungen

Diese Position wird, wie übrigens auch die Kapitalerträge, von den Kapitalbewegungen stark beeinflusst. Kapitalimporte führen zu einer Abnahme der Nettoauslandsguthaben, was einerseits zu einer Kapitalertragsminderung, andererseits aber – vermehrte ausländische Gelder – zu höheren Kommissionen führt. Analog dazu sind Kapitalexporte von grösseren Kapitalerträgen und geringeren Kommissionen begleitet.

(7) Güter- und Dienstleistungsbilanz

Da die Handelsbilanz umfangmässig den weitaus wichtigsten Posten der Güter- und Dienstleistungsbilanz darstellt, verlaufen sie beinahe parallel; auch bei der Güter- und Dienstleistungsbilanz sind die beiden Phasen im Verlauf der Handelsbilanz deutlich zu erkennen⁶¹ (Vgl. Fig. (7)). Im Unterschied zur Handelsbilanz verzeichnete jedoch die Güter- und Dienstleistungsbilanz in der ersten Periode einen Überschuss, während in der zweiten Periode die Defizite teilweise durch Überschüsse aufgehoben wurden. (Gesamtdefizit 1961–1964: 400 Mio. Franken). Alle übrigen Positionen konnten lediglich eine Verminderung des Defizits der Handelsbilanz bewirken.

Einzig der Fremdenverkehr wirkt – infolge der ausgeprägten saisonalen Schwankungen – noch differenzierend auf die Güter- und Dienstleistungsbilanz ein. Dadurch, dass die mit Abstand grössten Erträge aus dem Fremdenverkehr jeweils im 3. Quartal anfallen, verzeichnete auch die Güter- und Dienstleistungsbilanz immer im 3. Quartal den grössten Überschuss. – Neben der defizitären Handelsbilanz, die seit 1961 meist zu einem Defizit der Güter- und Dienstleistungsbilanz führte, überwiegen auch bei den «Einseitigen Transaktionen» die Leistungen an das Ausland.

⁵⁹ Vgl. S.30, französische Guthaben bei Genfer Banken.

⁶⁰ Vgl. S.14.

⁶¹ Vgl. S.26.

Mrd. Fr.

+ 0,7

+ 0,6

+ 0,5

+ 0,4

+ 0,3

+ 0,2

+ 0,1

0,0

- 0,1

- 0,2

- 0,3

- 0,4

- 0,5

- 0,6

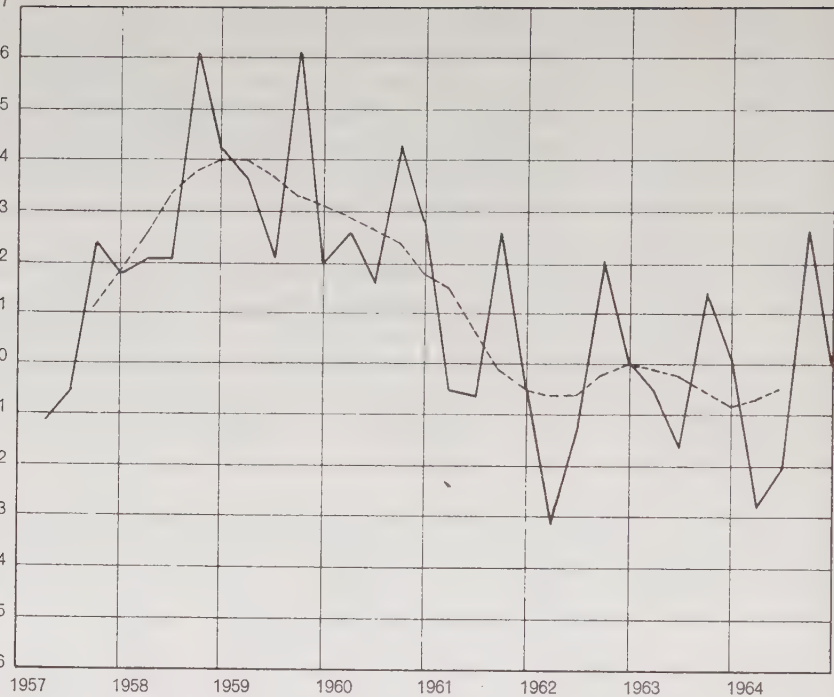


Fig. (7) Güter- und Dienstleistungsbilanz

B. Einseitige Transaktionen

(8)

Ausländerrimessen

Wie zu erwarten, weisen die Ausländerrimessen ausgeprägte saisonale Schwankungen auf (vgl. Fig. (8)). Die meisten Überweisungen erfolgen jeweils im 3. Quartal, während sie im 1. Quartal immer einen Tiefpunkt erreichen. Die Position wuchs, wegen der Zunahme ausländischer Arbeitskräfte, seit Mitte 1959 ziemlich stark an. Die Entwicklung gibt einen Hinweis auf den Verlauf der Binnenkonjunktur. Das geringere Ansteigen der Zuwachsrate seit 1963 war jedoch nicht Folge einer Rezession der schweizerischen Wirtschaft. Verantwortlich ist eher der Plafonierungsbeschluss des Bundesrates vom 21. März 1963, der die Beschäftigung ausländischer

Mrd. Fr.

0,0

- 0,1

- 0,2

- 0,3

- 0,4

- 0,5

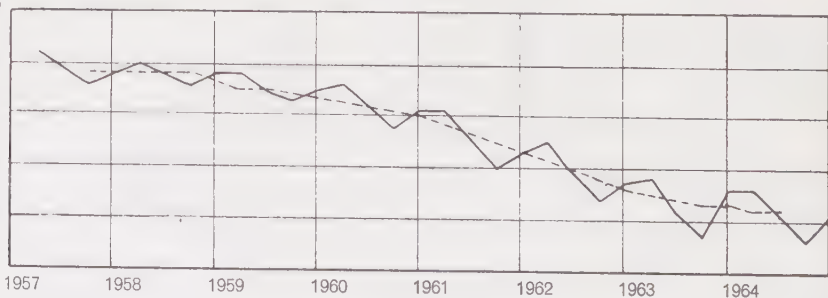


Fig. (8) Ausländerrimessen

Arbeitskräfte einschränkte⁶². Diese Abflachungstendenz blieb 1964 bestehen. Allerdings entsprach dann die Zuwachsrates im 4. Quartal 1964 erneut der für dieses Quartal üblichen Quote der Jahre 1960–1962. Da jedoch die Zuwachsrates an ausländischen Arbeitskräften im Februar 1965 abgenommen hat, muss angenommen werden, dass die hohen Ausländermessen auf die endgültige Heimkehr eines Teils der erwerbstätigen Ausländer zurückzuführen sind. Die Ausländermessen stellen seit 1962 die zweitgrösste Position innerhalb der schweizerischen Ertragsbilanz dar⁶³. Die Ausländermessen⁶⁴ gehören eigentlich in die Kategorie der Kapitalbewegungen. Sie werden nur deshalb nicht bei den Kapitalbewegungen erfasst, weil die dadurch verursachten Kapitalexporte keine Vergrößerung der schweizerischen Auslandsguthaben bewirken. Sie dürfen aber dennoch nicht – wie das die Kommission für Konjunkturbeobachtung tut – ohne weiteres mit den Posten (1) bis (6)⁶⁵ zusammengefasst werden, da es sich dabei um keine Dienstleistung handelt. Hingegen ist es nicht nur zulässig, sondern auch richtig, die Ausländermessen mit der Güter- und Dienstleistungsbilanz in der Ertragsbilanz zusammenzufassen. In dieser werden alle laufenden Transaktionen festgehalten.

C. Zusammenfassung

(9) Ertragsbilanz

Der Verlauf der Ertragsbilanzkurve (vgl. Fig. (9)) ist jenem der Güter- und Dienstleistungsbilanz sehr ähnlich. Die Ausländermessen stellen lediglich ein passivierendes Moment dar, wobei – analog zur Entwicklung des Bestandes an ausländischen Arbeitskräften – die Passivierung am Ende der Periode gegenüber dem Anfang wesentlich stärker in Erscheinung tritt.

Da die schweizerische Ertragsbilanz auf Schätzungen beruht, werden einige Positionen – vor allem diejenige der Kapitalerträge und die Verschiedenen Dienstleistungen, aber auch der Fremdenverkehr – von Sachverständigen vielfach als ungenau, ja sogar als irreführend bezeichnet. So berechtigt diese Zweifel auch erscheinen mögen, so verfälschen allfällige Fehlerquellen das Gesamtbild nicht unbedingt, da die Fehler sich zum Teil gegenseitig ausgleichen⁶⁶. Es kann deshalb vorausgesetzt werden, dass die Ertragsbilanz weitgehend den tatsächlichen Verhältnissen entspricht⁶⁷.

⁶² Nicht unbedingt einleuchtend scheint die Ansicht der OECD, 1964, 13, die Verflachung sei zudem auch darauf zurückzuführen, dass die ausländischen Arbeitskräfte mehr als bisher in der Schweiz konsumierten. Zwar sind die Lebenskosten in der Schweiz ohne Zweifel stark gestiegen, doch gilt dasselbe auch für die Löhne.

	1961	1962	1963	1964
	(in Milliarden Franken)			
Handelsbilanz	–2,71	–3,41	–3,56	–4,08
Fremdenverkehr	+1,09	+1,22	+1,31	+1,49
Versicherungen	+0,15	+0,15	+0,14	+0,14
Güterverkehr	+0,20	+0,20	+0,23	+0,24
Kapitalerträge	+0,61	+0,77	+0,87	+0,92
Verschiedene Dienstleistungen	+0,77	+0,84	+0,94	+1,07
Ausländermessen	–1,00	–1,25	–1,46	–1,56

⁶⁴ Über den Begriff «Ausländermessen» vgl. S.14.

⁶⁵ Handelsbilanz, Fremdenverkehr, Versicherungen, Güterverkehr, Kapitalerträge, Verschiedene Dienstleistungen.

⁶⁶ Vgl. hierzu das Beispiel der Kapitalerträge und der Verschiedenen Dienstleistungen S. 31.

⁶⁷ Schliesst allerdings die Ertragsbilanz in Tat und Wahrheit mit einem geringeren Defizit als ausgewiesen, oder gar mit einem Überschuss ab, dann enthält der Residualposten – die Unerfassbaren Kapitalbewegungen – einen Teil der Ertragsbilanz. Zu den «Omissions» träte dann ein systematischer «Error».

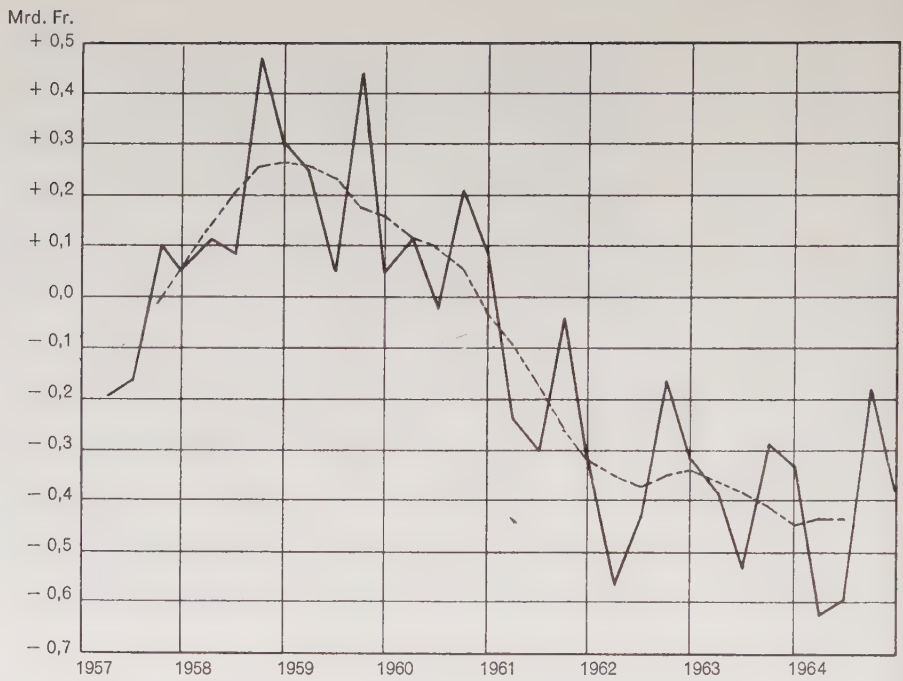


Fig. (9) Ertragsbilanz

Der Verlauf der Kapitalbewegungen

Aus Gründen der Erfassbarkeit⁶⁸ soll auch hier wiederum die Zweiteilung Kapitalverkehrsbilanz–Unerfassbare Kapitalbewegungen aufrecht erhalten werden.

A. Die Kapitalverkehrsbilanz

Hinter dem Begriff «Kapitalverkehrsbilanz» verstecken sich Kapitalbewegungen, die in ihrem Verlauf stark voneinander abweichen⁶⁹. Als erstes soll hier die Position der in der Schweiz aufgelegten ausländischen Anleihen betrachtet werden.

(10)

Auslandsanleihen

Jede ausländische Anleihe, die in der Schweiz aufgelegt wird, bedeutet für unser Land einen Kapitalexport, da ein ausländischer Schuldner in unserem Land Geld aufnimmt und im Ausland investiert. Umgekehrt kommen Rückzahlungen einem Kapitalimport gleich.

Ausländer müssen, um auf dem schweizerischen Kapitalmarkt eine Anleihe plazieren zu können, gewisse Bedingungen erfüllen⁷⁰. Die Anleihe muss auf Schweizer Franken lauten, eine durchschnittliche Laufzeit von 12–15 Jahren aufweisen und an den wichtigsten schweizerischen Börsen kotiert werden. Der Emitent darf während der Laufzeit keinen weiteren Anleihegläubigern grössere Sicherheiten gewähren als den schweize-

⁶⁸ Vgl. S. 15.

⁶⁹ Vgl. S. 15.

⁷⁰ Vgl. RENK 11f.

rischen. Zinsen und Kapital müssen steuerfrei in der Schweiz zahlbar sei und zwar unter allen Umständen in frei verfügbaren Schweizer Franken. Der weitaus grösste Teil der finanziellen schweizerischen Entwicklungshilfe wurde – und wird teilweise immer noch – durch Auslandsanleihen geleistet⁷¹. Zu den grössten in- und ausländischen Anleihenschuldnern gehört die Weltbank (International Bank for Reconstruction and Development, IBRD). Die Weltbank und der (ehemals) Belgische Kongo waren die ersten ausländischen Anleihenehmer auf dem schweizerischen Emissionsmarkt.

Bis zum Ende 1958 unterblieb eine Beanspruchung des schweizerischen Kapitalmarktes durch das Ausland (vgl. Fig. (10)), weil keine ausländische Anleihe bewilligt wurde. Auch Rückzahlungen fanden während jener Zeit nicht statt. Als die Nationalbank die Zügel im 4. Quartal 1958 lockerte, stiegen die Emissionen schnell an und erreichten im 1. Quartal 1959 mit 220 Mio. Franken einen ersten Höhepunkt. Bis zum 3. Quartal 1960 schwankten die ausländischen Neuauflagen stets um 100 Mio. Franken pro Quartal. Anschliessend nahmen sie wieder stark zu und erreichten im 1. Quartal 1961 mit 330 Mio. Franken den höchsten Stand innerhalb der untersuchten Periode. Im 3. Quartal 1961 überschritt diese Form des Kapitalexportes nochmals die 200-Millionen-Grenze, um dann quartalsweise zwischen 100 und 200 Mio. zu schwanken. Im 4. Quartal 1964 gestattete hierauf die Nationalbank keine ausländischen Neuemissionen mehr, während gleichzeitig Rückzahlungen erfolgten. Als Folge ergab sich im 4. Quartal 1964 ein Kapitalimport von 50 Mio. Franken.

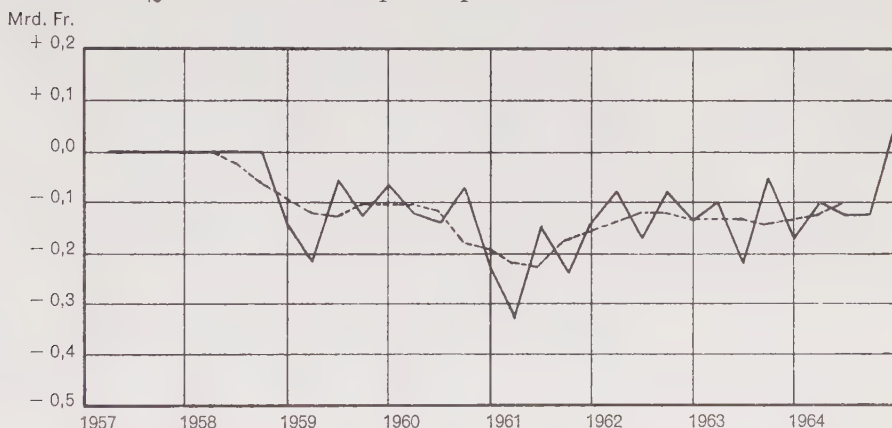


Fig. (10) Auslandsanleihen

Die Schweiz war bis 1963 nach den Vereinigten Staaten der grösste Emissionsmarkt für ausländische Schuldner; für europäische Schuldner stand sie sogar an der Spitze. Allerdings hat sich das Bild seit 1964 von Grund auf geändert. Ursache hierfür war die ausserordentlich restriktive Zulassungspraxis der Schweizerischen Nationalbank. Zudem kam – teilweise als Reaktion auf die amerikanische Zinsausgleichssteuer, teilweise auch als Folge der schweizerischen Massnahmen gegen das ausländische Kapital – eine neue Form der Auslandsanleihen auf. An zahlreichen europäischen Kapitalmärkten wurden ausländische Emissionen in Drittwährungen, meist Dollar, Deutsche Mark und Pfund Sterling, gegeben. Auch

⁷¹ gl. M. ERBE, 16; a.M. BROGLE, 26, dessen Zahlenmaterial aber mit der von ihm verfochtenen These nicht übereinstimmt.

der Schweizer Franken hatte in einem Falle die zweifelhafte Ehre, als Drittwährung gewählt zu werden⁷². Der Schweizerischen Nationalbank gelang es allerdings, sich gegen Wiederholungen abzusichern. Dadurch konnte sie verhindern, dass der Schweizer Franken in eine Art Leitwährungsposition gedrängt wurde. Für die Kapitalbewegungen ist es unerheblich, ob ausländische Schweizer-Franken-Anleihen in der Schweiz oder im Ausland aufgelegt werden. In beiden Fällen wechseln Schweizer Franken von unserem Land zum ausländischen Schuldner und verursachen dadurch einen Kapitalexport. Allerdings finden mittelbar auch Kapitalexporte bei den übrigen Drittwährungsanleihen statt.

Diese Drittwährungsemissionen wurden zu einem grossen Teil durch schweizerische Banken gezeichnet, meist für deren Kunden⁷³. Somit setzte sich der Kapitalexport weiter fort, nur liess er sich nun nicht mehr ohne weiteres lokalisieren. Ein Teil dieser Zeichnungen erscheint in der vorliegenden Arbeit unter den Positionen «Effektenkäufe in der Bundesrepublik Deutschland» und teilweise bei den «Bankendebitoren»⁷⁴.

Dafür, dass in der Schweiz – zumindest bis 1963 – so viele ausländische Emissionen aufgelegt wurden, dürfte in erster Linie der relativ niedrige Zinsfuss verantwortlich gewesen sein. Zudem war es nur in der Schweiz möglich, die benötigten Kapitalien überhaupt aufzubringen⁷⁵. Zum Teil handelte es sich dabei um Kapitalien, die zuvor aus dem Ausland in die Schweiz importiert worden waren. Nachdem für dieses Kapital in der Schweiz – und zwar nicht erst seit 1964 – nur ungenügende Anlagemöglichkeiten vorhanden waren, wurden ausländische Titel erworben. In allen diesen Fällen handelte es sich um Kapital-Reexporte.

Besonders deutlich wurde dies im Jahre 1964. Zeitweise wurden zu diesem Zeitpunkt schweizerische Emissionen – von welchen also die Ausländer ausgeschlossen waren – nur knapp gezeichnet. Recht erhebliche Beträge mussten sogar von den als Zeichnungsstellen fungierenden Banken selber übernommen werden. Demgegenüber stellte zur gleichen Zeit die Plazierung ausländischer Anleihen keinerlei Probleme. Diese Erscheinung kann nicht, oder wenigstens nicht ausschliesslich, auf die etwas höheren Zinssätze zurückgeführt werden.

Das Verbot der Neuauflage ausländischer Emissionen im 4. Quartal 1964 sollte eine weitere Anspannung am Kapitalmarkt verhindern. Da aber dadurch der Abfluss ausländischer Gelder verhindert wurde, stand diese Massnahme im Widerspruch zur übrigen von Bund und Nationalbank betriebenen Währungspolitik⁷⁶.

REINHARDT vertritt die Ansicht, die Auslandsanleihen stünden an erster Stelle der gesamten schweizerischen Kapitalausfuhr⁷⁷. Dem muss allerdings entgegengehalten werden, dass – dies geht aus den vorliegenden Aufstellungen hervor – der bei den Bankendebitoren herrschende Kapital-export jenen der Auslandsanleihen zeitweise deutlich übertraf. Zudem ist der effektive Betrag an Bankendebitoren wesentlich grösser als hier

⁷² Frankenanleihe der Stadt Kopenhagen. Vgl. PORTMANN, 10.

⁷³ PORTMANN, 51, spricht von 50% bei einem Emissionswert von 3 Mrd. Franken.

⁷⁴ Mangels Unterlagen kann der Betrag allerdings nicht vollständig erfasst werden.

⁷⁵ Mit Ausnahme der Vereinigten Staaten.

⁷⁶ Die Aussage von PORTMANN, 52f., diese Massnahmen hätten sich dadurch gerechtfertigt, dass der Zustrom von Auslandsgeldern abgebremst worden ist, trifft nicht zu. Wie noch aufgezeigt werden soll, war der Zufluss an Auslandsgeldern 1963 und 1964 so gross wie nie zuvor. Vgl. hierzu S. 54.

⁷⁷ REINHARDT, 356.

ausgewiesen⁷⁸. Ferner übersteigen auch die schweizerischen Wertschriftenkäufe im Ausland die Auslandsanleihen. Anders steht es dagegen mit den schweizerischen Direktinvestitionen in Italien. Obgleich diese auf den ersten Blick mit Abstand an erster Stelle des schweizerischen Kapitalexportes zu stehen scheinen, hat hier die Kapitalausfuhr kein grosses Ausmass angenommen. Tatsächlich wurde der grösste Teil dieser Investitionen durch italienisches Geld selbst finanziert⁷⁹.

(11)

Bankendebitoren

Von Bankendebitoren ist hier dann die Rede, wenn eine Bank einer anderen einen Kredit gewährt. Im Inland müssen sich Bankendebitoren und Bankkreditoren ausgleichen. Wenn per Saldo Bankenguthaben oder Bankverbindlichkeiten ausgewiesen werden, müssen diese notwendigerweise im Verkehr mit dem Ausland entstanden sein⁸⁰.

Mangels Unterlagen konnten nicht alle inländischen Bankbilanzen erfasst werden. Deshalb scheint auf den ersten Blick die Argumentation nicht abwegig, der Saldo rühre vom Geschäft mit diesen nicht erfassten Banken im Inland her. Dieses Argument hält jedoch einer genaueren Prüfung nicht stand.

Seit 1961 lässt sich bei den Bankendebitoren der erfassten Institute ein deutliches window dressing feststellen⁸¹. Die in diese Untersuchung einbezogenen Banken können sich diese zusätzliche Liquidität aber nicht auf Kosten der anderen Banken beschafft haben, da – mit Ausnahme der Privatbankiers – alle Bankinstitute ihre Bilanzen veröffentlichen müssen. Somit haben auch diese Banken Interesse, möglichst liquide Bilanzen auszuweisen. Die Privatbankiers ihrerseits müssen ebenfalls die Liquiditätsbestimmungen einhalten.

Somit muss das window dressing von der kurzfristigen Auflösung ausländischer Guthaben herrühren. Es ist anzunehmen, dass die anderen Banken ebenso verfahren. Die effektiven Bankendebitoren werden deshalb höher als die hier ausgewiesene Position sein.

Die Bankendebitoren können auch aus einem anderen Grunde nicht im Inlandsgeschäft entstanden sein. Sämtliche dem Bankenclearing angeschlossenen Banken – und dazu gehört heute die grosse Mehrheit – führen keine gegenseitigen Kontokorrentrechnungen mehr. An ihrer Stelle halten die Banken Konten bei der Nationalbank.

Bis zum 2. Quartal 1959 wurde unter dieser Position ständig Kapital exportiert⁸² (vgl. Fig. (11)). Gold- und Devisenspekulationen führten hierauf dazu, dass die Zuwachsrate dieser Position bis zum 3. Quartal 1960 abnahm. Bis Anfang 1961 wurden sogar Auslandsguthaben aufgelöst. Anschliessend an die Aufwertung der Deutschen Mark am 6. März und den dadurch verursachten Kapitalzufluss in die Schweiz, forderte die Nationalbank die Banken auf, kurzfristiges ausländisches Geld möglichst wieder im Ausland anzulegen⁸³. Diese Empfehlung wurde bis Mitte 1964 weitgehend befolgt⁸⁴. Der zu beobachtende Kapitalimport von 440 Mio. Franken im 4. Quartal 1964 dürfte auf das vermehrte Liquiditätsbedürf-

⁷⁸ Vgl. S. 16.

⁷⁹ Vgl. S. 18f.

⁸⁰ Bei den Bankendebitoren handelt es sich um einen Bankendebitorenüberschuss. Vgl. F. 14, S. 16.

⁸¹ Vgl. Fig. I, S. 25.

⁸² Höchste Werte: 4. Quartal 1958 und 1. Quartal 1959 mit je 270 Mio. Franken.

⁸³ Vgl. SNB, 1961, 7.

⁸⁴ Maximum: 1. Quartal 1963, 480 Mio. Franken.

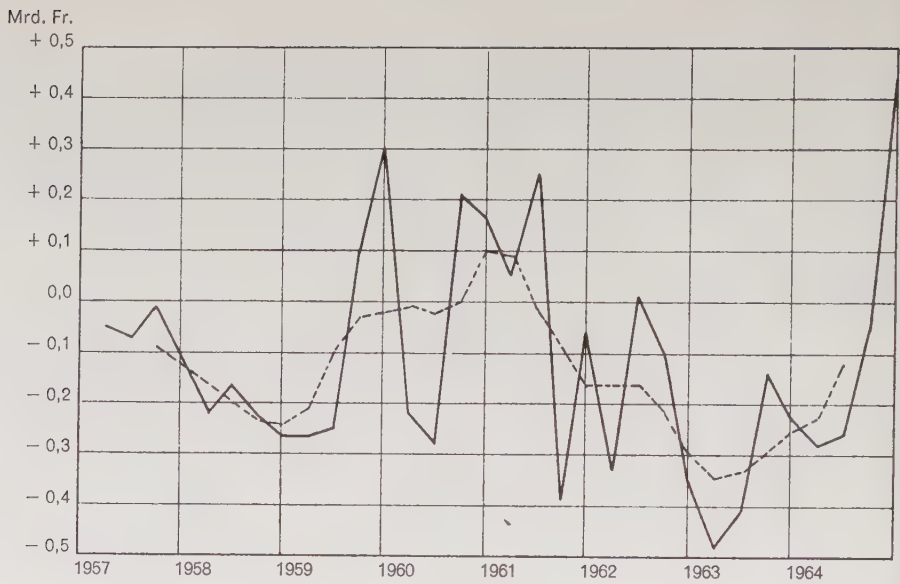


Fig. (11) Bankendebitoren (ohne window dressing)

nis der Banken zurückzuführen sein, möglicherweise auch auf eine Verlagerung zwischen repatriierten und ausländischen Geldern, worauf später noch einzugehen ist⁸⁵.

(12) Bankkredite

Mit Ausnahme des 2. und 3. Quartals 1958 wurden bis 1960 keine ins Gewicht fallende Bankkredite an ausländische Schuldner⁸⁶ gewährt (vgl. Fig. (12)). Vom 3. Quartal 1960 an erfuhr diese Form des Kapitalexportes allerdings einen bemerkenswerten Aufschwung und erreichte im 1. Quartal 1961 mit 200 Mio. Franken einen Höhepunkt. Im darauffolgenden Quartal fielen die Bankkredite wieder massiv auf 40 Mio. Franken zurück und versiegten, nach einer neuerlichen Zunahme im 3. Quartal 1961, im 1. Quartal 1962 gänzlich. Im 3. Quartal 1962 erteilte die Nationalbank die Bewilligung für Kredite in der Höhe von 110 Mio. Franken. Von diesem Zeitpunkt an gingen die Auslandskredite stetig zurück⁸⁷.

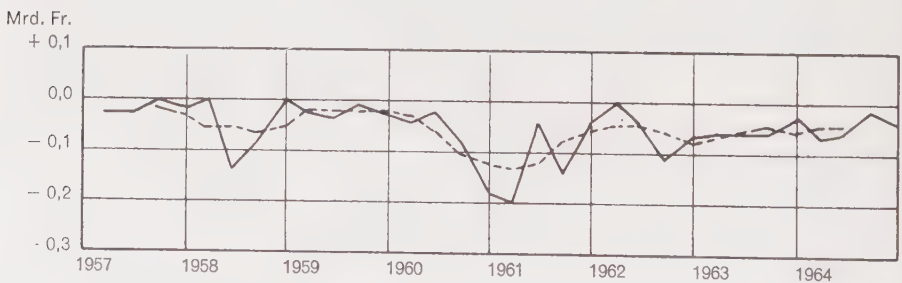


Fig. (12) Bankkredite

Dieser Rückgang ist erstaunlich. Dadurch, dass die statistischen Erhebungsquellen verbessert wurden – Reduktion des bewilligungspflichtigen Betrages von 10 Mio. auf 5 Mio. Franken –, wäre eine Steigerung der

⁸⁵ Vgl. S. 61 ff.

⁸⁶ Vgl. S. 17 f.

⁸⁷ Sie erreichten 1964 noch durchschnittlich 50 Mio. Franken pro Quartal.

Bankkredite zu erwarten gewesen. Wahrscheinlich haben aber die Banken davon abgesehen, dem Ausland langfristige Kredite zu gewähren, während die Liquidität im Inland sank. Die Entwicklung der Bankkredite seit 1964 scheint somit die These zu stützen, dass die Bankkredite an das Ausland langfristig gewährt werden⁸⁸.

(13)

Grundstückkäufe

Ausser im 2. Quartal 1959, als das Schlagwort vom «Ausverkauf der Heimat» allgemeine Beachtung fand, verläuft die Entwicklung der ausländischen Grundstückskäufe regelmässig und massvoll (vgl. Fig. (13)). Die aus politischen Gründen erfolgte Einführung der Bewilligungspflicht führte dazu, dass der hierdurch hervorgerufene Kapitalimport seither etwas abgenommen hat. Allerdings wurden – vor allem anfänglich – mehr Bewilligungen erteilt als verweigert. Tatsächlich hat aber allein das Bestehen der Bewilligungspflicht abschreckend auf potentielle ausländische Käufer gewirkt.

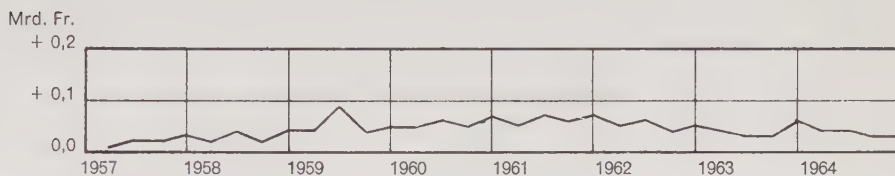


Fig. (13) Grundstückkäufe

(14)

Effektenkäufe in USA

Seit 1957 nahmen die schweizerischen Wertschriftenkäufe an den amerikanischen Börsen ständig ab (vgl. Fig. (14)). Im 1. Semester 1958 wurden sogar mehr Wertschriften verkauft als gekauft. Diese Entwicklung dürfte auf die damals in den Vereinigten Staaten herrschende Rezession zurückzuführen sein⁸⁹.

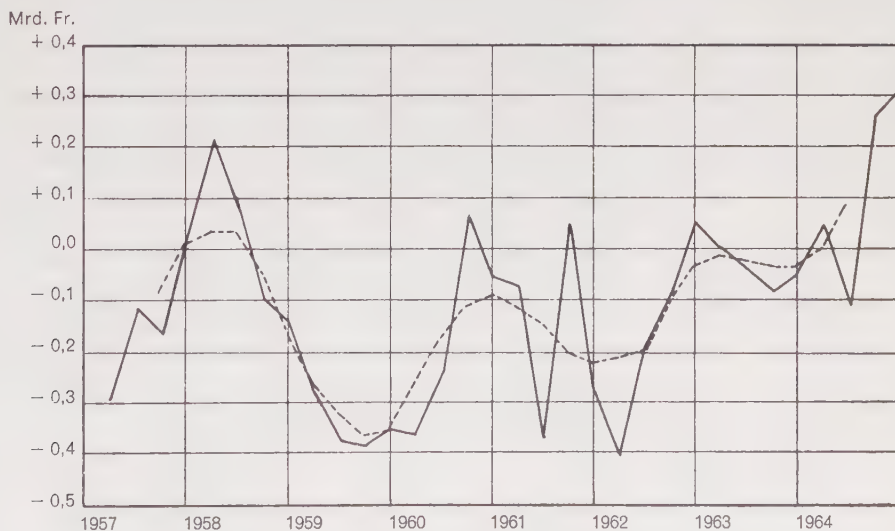


Fig. (14) Effektenkäufe in USA

⁸⁸ Gegen die in Fussnote 16, S.17, erwähnte Ansicht REINHARDTS, diese Kredite dienten der Exportfinanzierung, spricht auch, dass zwischen dem Verlauf der Bankkredite und jenem der Exporte keine Übereinstimmung herrscht.

⁸⁹ Vgl. Julius Bär & Co., Wochenbericht Nr.40, 1960, 3.

Erneute Effektenkäufe in den Vereinigten Staaten führten bis zum 3. Quartal 1962 zu einem fast ständigen Kapitalexport, mit Ausnahme des 3. Quartals 1960 und des 3. Quartals 1961. Die Abnahme der Käufe von Ende 1959 bis Ende 1960 mag darauf zurückzuführen sein, dass die Aufwertungsgerüchte um die Deutsche Mark zu vermehrten Investitionen in deutschen Effekten Anreiz boten⁹⁰.

Vom 2. Quartal 1959 bis zum 1. Quartal 1960 übertraten die Käufe pro Quartal immer den Betrag von 350 Mio. Franken. Diese starke Zunahme dürfte auf ausländische Käufer zurückzuführen sein, da nur ein Viertel der getätigten Käufe effektiv für schweizerische Rechnung erfolgte⁹¹. Der Übergang zur Ausländerkonvertibilität durch die meisten Industriestaaten Ende 1958 machte sich in der Schweiz stark bemerkbar. Zuvor war die Schweiz – als einziges europäisches Land mit voller Konvertibilität – Drehscheibe des Kapitals. Da in der Schweiz ein Kapitalexport jederzeit möglich war, transferierten viele Ausländer ihr Geld in unser Land. Durch den allgemeinen Übergang zur Konvertibilität konnte nunmehr auch aus anderen Ländern jederzeit ausländisches Kapital abgezogen werden. Deshalb verliess ein Teil der Auslandsgelder unser Land; teilweise wurden damit amerikanische Wertschriften direkt gekauft. Dies hatte zur Folge, dass innert Jahresfrist unter der vorliegenden Position für 1,4 Mrd. Franken Kapital exportiert worden ist.

Das folgende Beispiel soll aufzeigen, dass gerade vor Einführung der Konvertibilität, der überwiegende Teil der schweizerischen Wertschriftenkäufe in den Vereinigten Staaten effektiv durch Ausländer erfolgt sein muss⁹². 1958 befanden sich für 6 Mrd. Franken amerikanische Aktien in Europa, von denen 1,5–2,0 Mrd. in schweizerischem Besitz waren. Ein Land mit dem relativ geringen Volkseinkommen von damals 30 Mrd. Franken und einer Nettoinvestitionsquote von 5–6 Mrd. kann aber aus eigenen Ersparnissen kaum derart grosse Auslandsinvestitionen vornehmen. Somit müssen die schweizerischen Käufe zwangsläufig für ausländische Rechnung erfolgt sein. Das bedeutet, dass ausländisches Kapital zuvor in die Schweiz importiert worden sein muss. Es erscheint ferner auch unwahrscheinlich, dass z. B. 1957 Schweizer Bürger mehr amerikanische Aktien erwarben als alle übrigen Ausländer zusammen.

Die Kaufswelle ebte erst mit den Abwertungsgerüchten um den Dollar Mitte 1962 ab und schlug in die gegenteilige Bewegung um. Bis zum 2. Quartal 1964 erreichten die schweizerischen Wertschriftentransaktionen in den Vereinigten Staaten kein grosses Ausmass mehr. Zudem hielten sich Käufe und Verkäufe ungefähr die Waage. Im 3. Quartal überwogen allerdings die Verkäufe mit 200 Mio. Franken im 4. Quartal sogar mit 310 Mio. Franken. Zahlreiche Schweizer, welche einen Teil ihres Kapitals in ausländischen Wertschriften angelegt hatten, fürchteten wegen der Teuerungsbekämpfungsmassnahmen noch schärfere Restriktionen gegen

	Effektenkäufe in USA (in Milliarden Franken)	Effektenkäufe in der Bundesrepublik
4. Quartal 1959	– 0,35	– 0,03
1. Quartal 1960	– 0,36	– 0,05
2. Quartal 1960	– 0,24	– 0,03
3. Quartal 1960	+ 0,07	– 0,18
4. Quartal 1960	– 0,05	– 0,30

⁹¹ Vgl. Julius Bär & Co., Wochenbericht Nr. 40, 1960, 3.

⁹² Vgl. Julius Bär & Co., Wochenbericht Nr. 40, 1962, 2.

den Kapitalimport. Hinzu kamen die steigenden Zinssätze in der Schweiz, die ebenfalls zu namhaften Repatriierungen geführt haben mochten.

Erstaunen muss aber, dass 1961 weder die Aufwertung der Deutschen Mark (der eine Spekulation auf die Aufwertung des Schweizer Frankens folgte), noch die amerikanische Börsenkrise 1962 zu Wertpapierverkäufen führten. Im 1. Quartal 1962 erreichten die Käufe an amerikanischen Börsen mit 400 Mio. Franken sogar einen Höhepunkt. Daraus ist zu schliessen, dass das auf diese Weise exportierte Kapital in den Vereinigten Staaten eine dauernde Anlage suchte und die Anleger keine kurzfristigen Spekulationen beabsichtigten. Schweizerische Käufer rechneten wohl auch damit, dass die Börsenkrise nur vorübergehender Natur sei und von einer raschen und massiven Erholung gefolgt werde. Wie die Entwicklung bewies, war es für sie besonders lohnend, damals amerikanische Wertschriften zu sehr tiefen Kursen zu kaufen.

Die grossen Kapitalbewegungen innerhalb der Position «Effektenkäufe in USA» lassen darauf schliessen, dass auch nach Einführung der Konvertibilität Wertschriftentransaktionen zwar für schweizerische Rechnung aber mit ausländischem Kapital vorgenommen worden sind. Die Schweiz blieb auch weiterhin Drehscheibe des Kapitals.

Zur Erklärung mag dienen, dass Ende 1958 zwar beinahe alle Industriestaaten zur Konvertibilität übergingen, doch handelte es sich in vielen Fällen vorerst nur um die Ausländerkonvertibilität. Ausländer- und Inländerkonvertibilität müssen dabei klar auseinander gehalten werden. Im ersten Fall können Ausländer ungehindert inländische Währung kaufen, nicht aber Inländer ausländische. Bei der Inländerkonvertibilität hingegen können zwar die Einheimischen unbeschränkt ausländische Devisen erwerben, nicht aber Ausländer inländische Währung.

Auch nach dem Übergang zur Ausländerkonvertibilität zögerten einige Länder mit der Einführung der Inländerkonvertibilität. Somit blieb für manchen Ausländer die Verfügungsfreiheit über sein Geld grösser, wenn er weiterhin Guthaben in der Schweiz unterhielt. Der Umweg über die Schweiz erschien vielfach lohnender als der direkte Kapitalexport. Zudem hatte das schweizerische Bankenwesen einen so guten Namen, dass mancher Ausländer nicht auf dessen Vorteile verzichten mochte. Schliesslich wurden amerikanische Wertschriften auch mit solchem Geld gekauft,

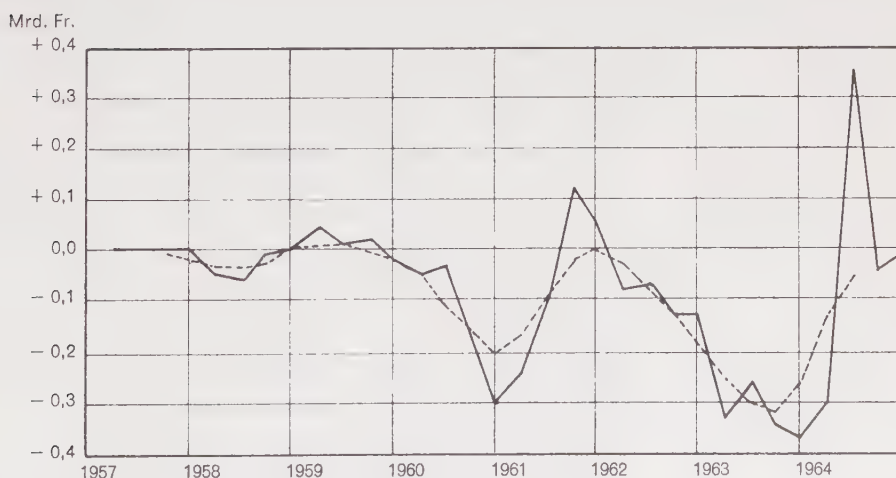


Fig. (15) Effektenkäufe in der Bundesrepublik Deutschland

(15)

Effektenkäufe in
der Bundesrepublik
Deutschland

das wegen des schweizerischen Bankgeheimnisses bei uns liegt, oder das aus anderen Gründen in der Schweiz Zuflucht gesucht hatte⁹³.

Bis Anfang 1960 hielten sich Käufe und Verkäufe ungefähr die Waage und erreichten kein grosses Ausmass (vgl. Fig. (15)). Dies änderte sich im 3. Quartal 1960, als eine Kaufswelle einsetzte. Der Grund hierfür kann in der Spekulation auf eine Aufwertung der Deutschen Mark gesucht werden. Tatsächlich überwogen denn auch im 2. Semester 1961, als sich die Gerüchte um eine nochmalige Aufwertung nicht bewahrheitet hatten, die Verkäufe. Rückblickend ist verwunderlich, dass die Verkäufe nicht noch bedeutend höher ausgefallen sind. 1962 setzte wieder eine lebhaftere Nachfrage nach deutschen Titeln ein, welche mit 370 Mio. Franken ihr Maximum im 4. Quartal 1963 fand.

Für diese Kaufswelle gibt es vier Ursachen:

1. Der deutsche Zinssatz lag zu jener Zeit bedeutend über dem schweizerischen Kapitalabfluss.

2. Die italienische Wirtschaftskrise befand sich auf ihrem Höhepunkt. Um sich des grossen Zustroms ausländischen – hauptsächlich italienischen – Geldes zu erwehren, schloss die Schweizerische Nationalbank mit den Handelsbanken ein Gentlemen's Agreement ab, wonach ausländische Kapitalien nicht mehr in schweizerischen Titeln investiert werden durften⁹⁴. Da auf nicht angelegtem Auslandsgeld zudem eine Kommission zu entrichten war, wandte sich das ausländische Interesse deutschen Effekten zu. Bei dem durch diese Kaufswelle verursachten Kapital-export handelt es sich demnach um einen – zumindest teilweisen – Reexport ausländischen Kapitals.

3. Im Verlaufe der zweiten Hälfte des Jahres 1962 setzte eine Spekulationswelle gegen den Dollar ein⁹⁵. Die Käufe amerikanischer Wertschriften für schweizerische Rechnung gingen vorerst zurück, um anschliessend sogar Verkäufen zu weichen. Die freigesetzten Gelder suchten eine neue Anlage und fanden diese in der Bundesrepublik (Substitution im internationalen Wertschriftenhandel). Auch aus diesem Grunde kann somit der Kapitalexport teilweise als Reexport erklärt werden.

4. Schliesslich führte die Kursentwicklung an den schweizerischen Börsen ebenfalls zu Käufen von deutschen Wertschriften. Der Kurseinbruch in der Bundesrepublik war ursprünglich nicht weniger ausgeprägt, die deutschen Börsen erholten sich jedoch vorerst wesentlich rascher als die schweizerischen. Die steigenden Kurse der deutschen Börsen entzogen, infolge dieser Entwicklung, unseren eigenen Börsen umfangreiche Mittel⁹⁶.

Im 1. Quartal 1964 wurden noch für 300 Mio. Franken deutsche Wertschriften gekauft. Dieses Bild änderte sich im 2. Quartal von Grund auf,

⁹³ Vgl. Julius Bär & Co., Wochenbericht Nr. 40, 1960, 3.

⁹⁴ Vgl. SNB, 1962, 6f.

⁹⁵ Vgl. S. 40.

⁹⁶ Wobei die ins Ausland abgezweigte schweizerische Nachfrage ihrerseits einer Erholung der schweizerischen Kurse im Wege stand.

da in jenem Quartal die Verkäufe mit 350 Mio. Franken überwogen. Dieser Umschwung dürfte durch die Einführung der deutschen Couponsteuer für Devisenausländer hervorgerufen worden sein. Zudem mag mancher schweizerische Unternehmer durch die Teuerungskämpfung des Bundesrates in- und ausländische Wertschriften verkauft haben, da er keinen Kredit mehr aufnehmen konnte. Somit dürfte es sich bei diesen Verkäufen auch um Repatriierungen gehandelt haben.

Im 2. Semester 1964 kamen dann die Transaktionen in deutschen Wertschriften praktisch zu einem Stillstand. Dies ist in der Hauptsache auf die deutsche Couponabgabe zurückzuführen⁹⁷.

(16)
Direktinvestitionen
USA

Die Entwicklung der direkten Kapitalinvestitionen zwischen der Schweiz und den Vereinigten Staaten kann in drei Abschnitte gegliedert werden (vgl. Fig. (16)). Bis zum 3. Quartal 1958 waren die amerikanischen Investitionen in der Schweiz, gegenüber den schweizerischen Investitionen in den Vereinigten Staaten, rückläufig. Die Gegenbewegung dauerte bis zum 3. Quartal 1962, als der amerikanische Überschuss 210 Mio. Franken erreichte. Bis zu diesem Zeitpunkt kann die Entwicklung mit dem schweizerischen Konjunkturverlauf erklärt werden.

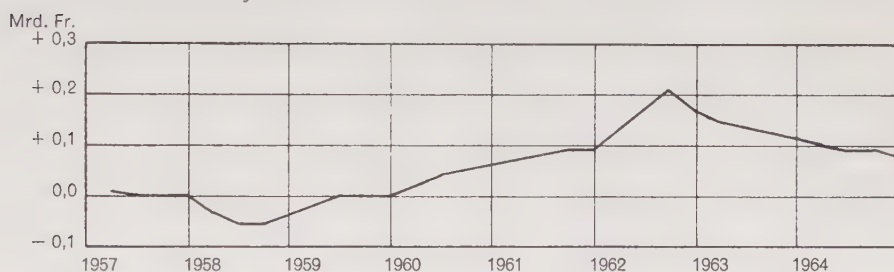


Fig. (16) Direktinvestitionen USA

Die schweizerische Rezession des Jahres 1958 bewirkte einen Rückgang an ausländischen Investitionen in unserem Lande. Mit dem Wirtschaftsaufschwung seit 1958 nahmen dann die amerikanischen Direktinvestitionen in der Schweiz wieder zu.

Der Rückgang amerikanischer Direktinvestitionen in der Schweiz seit dem 3. Quartal 1962 kann mit einer gewissen Sättigung erklärt werden. Zudem förderten die amerikanischen Massnahmen zur Erschwerung des Kapitalexportes – Beschränkung der Direktinvestitionen im Ausland – diese Entwicklung. Sie wurde verstärkt durch die Reduktion des Bestandes ausländischer Arbeitnehmer in der Schweiz und durch die Massnahmen der Teuerungskämpfung.

(17)
Direktinvestitionen
mit der
Bundesrepublik
Deutschland

Seit dem 1. Quartal 1962 ist eine leichte Zunahme der deutschen Nettoinvestitionen in der Schweiz festzustellen (vgl. Fig. (17)). Dies mag mit der Aufwertung der Deutschen Mark zu erklären sein. Die dadurch entstandene Verschlechterung der Ausgangslage für die deutsche Exportwirtschaft, nämlich die relative Verteuerung der deutschen Produkte, mag tendenziell dazu geführt haben, vermehrt im Ausland zu investieren. Die deutschen Direktinvestitionen in der Schweiz stehen hinter jenen der Vereinigten Staaten deutlich zurück. Sie überstiegen zu keinem Zeitpunkt 50 Mio. Franken pro Quartal.

⁹⁷ Vgl. SNB, 1964, 4.

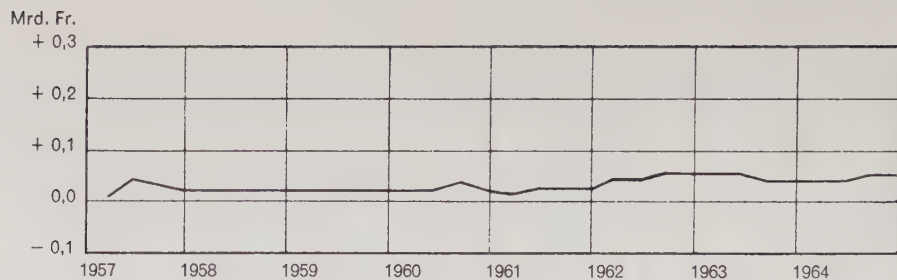


Fig. (17) Direktinvestitionen mit der Bundesrepublik Deutschland

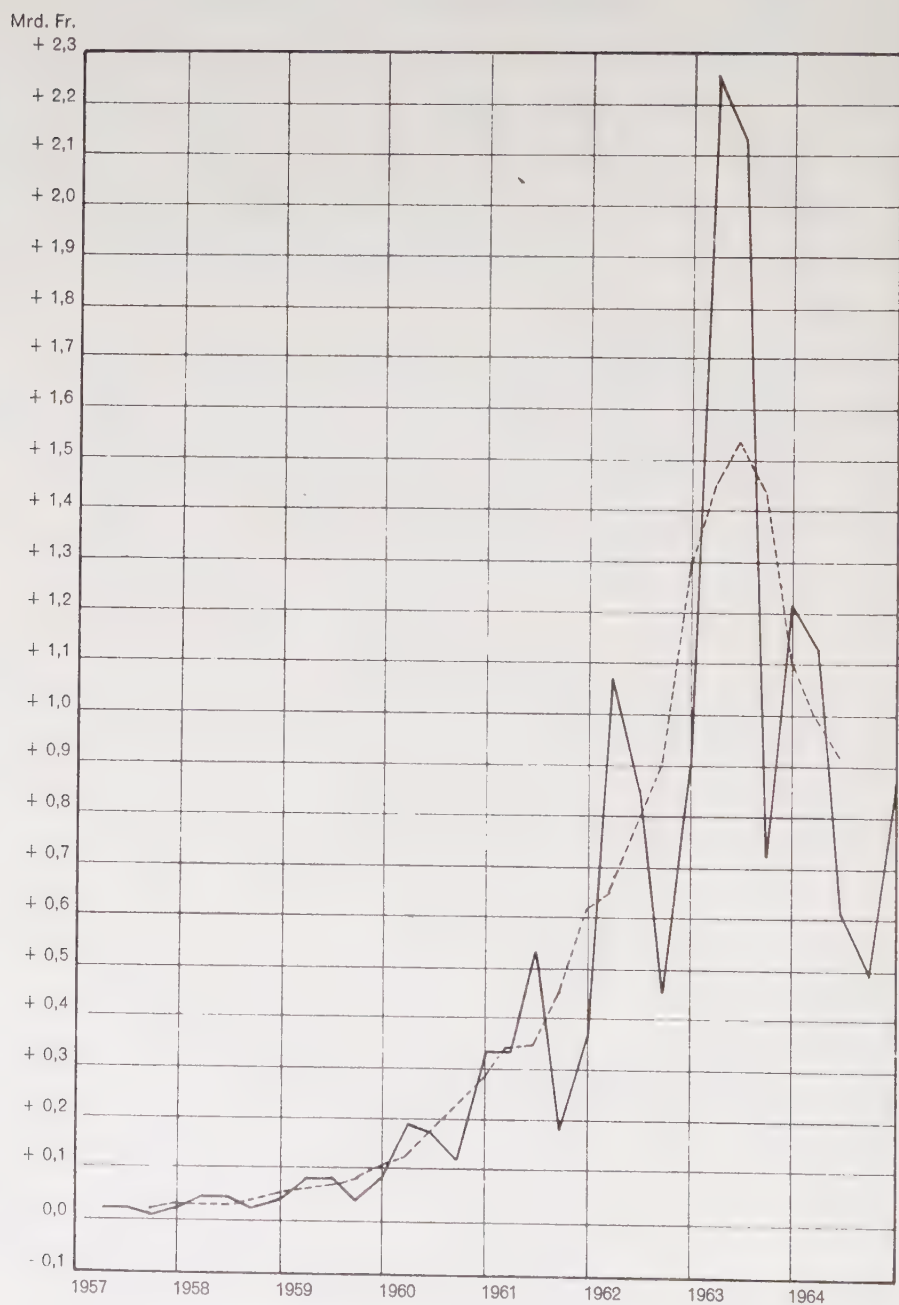


Fig. (18) Italienische Banknoten

(18)
 Italienische Bank-
 noten

Von 1957 bis Ende 1963 zeigt sich eine ausserordentliche Zunahme des heimlichen Kapitalexportes von Italien nach der Schweiz (vgl. Fig. (18)). Anschliessend folgte ein massiver Rückgang, doch liegen die Ergebnisse von 1964 immer noch beinahe auf gleicher Höhe wie 1962.

Dass der Höhepunkt des italienischen Kapitalexportes auf das 1. Semester 1963 fällt und nicht mit jenem der Wirtschaftskrise in Italien (1. Semester 1964) übereinstimmt, mag zunächst erstaunen. Die im Dezember 1963 eingeführte italienische Dividendensteuer an der Quelle erschwerte eine Überweisung der Gewinne in die Schweiz⁹⁸. Sodann haben italienische Unternehmer schon frühzeitig vor weiteren Investitionen im Inland Abstand genommen. Da italienische Investitionen zum grossen Teil durch zuvor exportiertes Geld finanziert wurden, lag auch kein Grund für Kapitalexport mehr vor.

Der «reine» Kapitalexport, also jener Teil, welcher in der Schweiz liegen blieb, hatte seinen Höhepunkt ebenfalls vor der Wirtschaftskrise erlebt; die liquiden Mittel waren vermutlich schon weitgehend evakuiert.

(19)
 Investitionen
 in Italien

Die schweizerischen Investitionen in Italien scheinen auf die schweizerische Zahlungsbilanz einen überaus grossen Einfluss auszuüben (vgl.

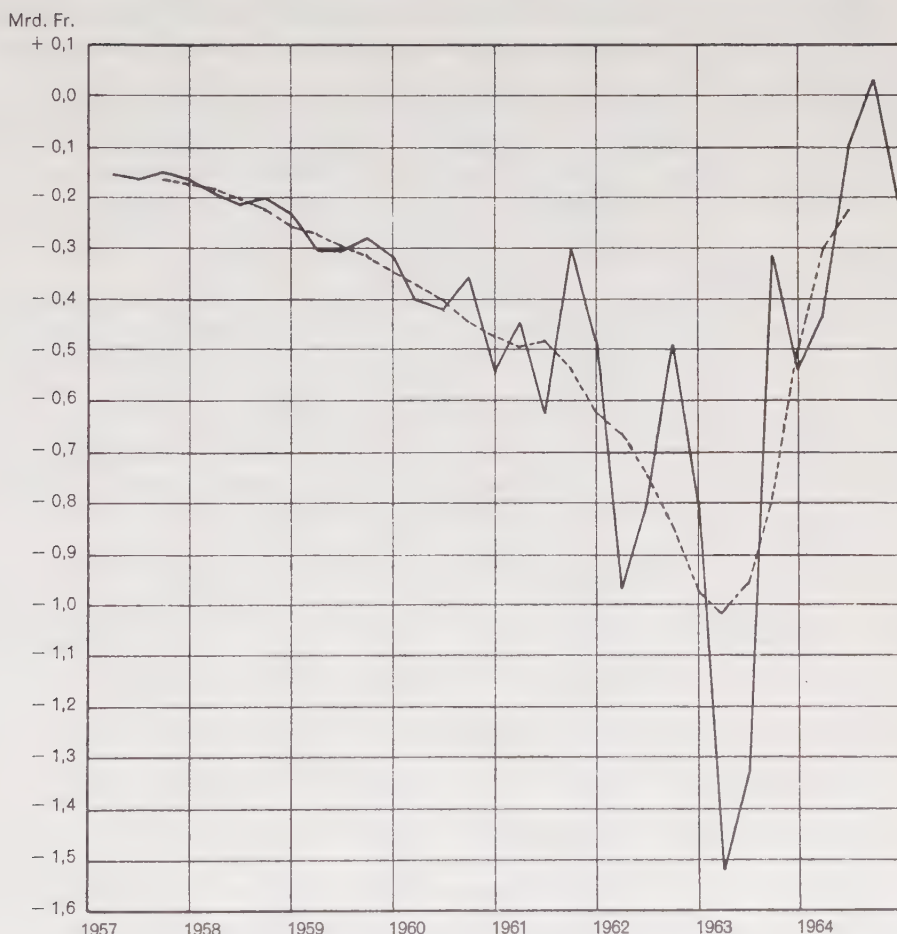


Fig. (19) Investitionen in Italien

⁹⁸ Briefliche Mitteilung von F. MASERA, Banca d'Italia, Rom.

Fig. (19)). Vor allem seit dem 3. Quartal 1961 wird ein wahrer Exodus schweizerischen Kapitals nach Italien ersichtlich. Immerhin ändert sich das Bild wesentlich, wenn wir uns nochmals vor Augen halten, dass es sich in Tat und Wahrheit gar nicht um schweizerisches, sondern weitgehend um italienisches Kapital handelt. Überspitzt formuliert können wir die Investitionen in Italien und die italienischen Banknoten als Aktiv- und Passivseite ein und desselben Kontos auffassen. Da erstere eine direkte Folge des heimlichen Kapitalexportes darstellen, verlaufen beide Entwicklungen beinahe spiegelbildlich.

Wenn wir von den gesamten schweizerischen Investitionen in Italien die rücktransferierten italienischen Banknoten abzählen⁹⁹, so ergibt sich in den Jahren 1963 und 1964 für Italien ein Passivsaldo. Dies bedeutet nichts anderes, als dass nicht alle in die Schweiz exportierten Banknoten zurückgekehrt sind. Allerdings handelt es sich bei dem in der Schweiz verbliebenen Fluchtkapital nicht ausschliesslich um italienisches Geld. Teilweise dürfte es sich auch um repatriiertes schweizerisches Kapital handeln. Drohende – und zum Teil durchgeführte – Verstaatlichungen dürften die Hauptursache dafür gewesen sein.

Nachdem nun der Verlauf der einzelnen Positionen der schweizerischen Kapitalverkehrsbilanz besprochen worden ist, soll im folgenden auf die Kapitalverkehrsbilanz als Ganzes eingetreten werden.

(20) Kapitalverkehrs- bilanz

Die bisher untersuchten Kapitalbewegungen waren meist langfristiger Natur. Dies trifft materiell und formell für folgende Positionen zu: Direktinvestitionen mit der Bundesrepublik Deutschland, Auslandsanleihen, Bankkredite, Grundstückkäufe durch Ausländer. Formell kurzfristig¹⁰⁰ sind die Effektenkäufe in USA und der Bundesrepublik Deutschland sowie Teile der Bankendebitoren.

Die Bankendebitoren bestehen sowohl aus langfristigen als auch aus kurzfristigen Geldern. Mit 55% überwiegen jedoch die materiell langfristigen Bankendebitoren. Zudem wird ein Teil der formell kurzfristigen Gelder materiell ebenfalls langfristig angelegt sein¹⁰¹. Bei überwiegend kurzfristigem Geld hätten die Ausschläge viel deutlicher ausfallen müssen, besonders vor und nach der Aufwertung der Deutschen Mark.

Anders verhält es sich beim Kapitalverkehr mit Italien. Zwar sind die «Investitionen in Italien» langfristig, doch stellen die italienischen Banknoten wohl den kurzfristigsten Posten in der gesamten schweizerischen Zahlungsbilanz überhaupt dar. Da diese Banknoten aber überwiegend nur als «Transit» in die Schweiz kommen, muss auf den Saldo zwischen beiden Positionen abgestellt werden¹⁰². Der in den letzten beiden Jahren resultierende Kapitalimport rührt von den italienischen Banknoten her und ist deshalb kurzfristig. Der Kapitalexport in den früheren Jahren diente demgegenüber weitgehend Direktinvestitionen und muss deshalb als langfristig angesehen werden.

Somit besteht die Kapitalverkehrsbilanz nicht nur aus langfristigen Kapitalien. Da jedoch die langfristigen Kapitalien stark überwiegen, kann die Kapitalverkehrsbilanz dennoch als weitgehend von kurzfristigem Geld befreit bezeichnet werden. Härter trifft der Einwand, bei den hier aus-

⁹⁹ Vgl. S. 19.

¹⁰⁰ Wobei immerhin zu beachten ist, dass gewöhnlich in der Zahlungsbilanz sämtliche Transaktionen mit einer Laufzeit von mehr als einem Jahr als langfristig betrachtet werden.

¹⁰¹ Vgl. Fig. (18), S. 44.

¹⁰² Vgl. S. 45.

gewiesenen Kapitalbewegungen handle es sich zwar wohl um langfristiges Kapital, doch nur um einen Teil des gesamten langfristigen Kapitalverkehrs. Dieser Vorwurf ist berechtigt. Aus dem verfügbaren statistischen Material konnten jedoch keine weitergehende Aufschlüsse gewonnen werden. Somit stecken in den «Unerfassbaren Kapitalbewegungen», welche im Verlaufe dieser Arbeit weitgehend mit Fluchtgeld und «hot money» identifiziert werden¹⁰³, teilweise auch langfristige Kapitalien.

Insbesondere fehlen Angaben über Direktinvestitionen ausserhalb der erwähnten Länder Vereinigte Staaten, Bundesrepublik und Italien. Mit Ausnahme von Grossbritannien und Frankreich werden allerdings aus nur wenigen anderen Ländern Direktinvestitionen in der Schweiz vorgenommen worden sein. Dagegen erreichen die schweizerischen Direktinvestitionen z.B. in Südamerika grosse Ausmasse. Deshalb wird die schweizerische Kapitalverkehrsbilanz defizitär schliessen, als hier ausgewiesen. Wenn somit die Kapitalverkehrsbilanz auch nicht vollständig ist, so können aus ihrer Entwicklung dennoch interessante Schlüsse gezogen werden.

Die Rezession in den Vereinigten Staaten führte zu einem Rückgang schweizerischer Käufe an amerikanischen Börsen; im 1. Quartal 1958 wichen sie sogar Verkäufen¹⁰⁴. Dadurch sank das Defizit der Kapitalverkehrsbilanz von 460 auf 200 Mio. Franken (vgl. Fig. (20)). Mit dem Abklingen der Rezession gingen auch die Verkäufe zurück; an ihre Stelle traten nicht unbeträchtliche Käufe. Daneben sorgten auch steigende Direktinvestitionen in Italien, wachsende Bankendebitoren und die Wiederzulassung ausländischer Emissionen für ständig zunehmende Exporte. Im 1. Quartal 1959 wurde mit 930 Mio. Franken das höchste Defizit der Kapitalverkehrsbilanz erreicht.

Das 2. Quartal 1959 bildete den Anfang einer neuen, sehr lange dauernden Phase. Seit Mitte 1959 aktivierte sich die schweizerische Kapitalverkehrsbilanz beinahe ständig. Für die Schweiz als traditioneller Exporteur von langfristigem Kapital war eine solche Entwicklung ungewöhnlich. Mit einem Zufluss von 1,56 Mrd. Franken langfristigem Kapital im 4. Quartal 1964 dürfte unser Land zu den grössten Kapitalimporteuren überhaupt gehört haben.

Im 2. Quartal 1959 machte sich in der Schweiz ein grösseres Liquiditätsbedürfnis bemerkbar. Vermutlich als Folge davon, nahmen die Bankendebitoren vorerst nur mässig zu. Später lösten dann sogar die Banken Auslandsguthaben auf (Abnahme der Bankendebitoren). Die Nationalbank nahm zudem eine restriktivere Haltung bei der Zulassungspraxis von ausländischen Emissionen ein, damit der Liquiditätsmangel nicht noch gesteigert wurde. Die Folge davon war, dass sich das Defizit der Kapitalverkehrsbilanz bis zum 4. Quartal 1959 auf 340 Mio. Franken reduzierte. Gerüchte über eine Aufwertung der Deutschen Mark liessen jedoch die Bankendebitoren im 1. Quartal 1960 sprunghaft anwachsen, so dass die Kapitalverkehrsbilanz wieder verstärkt defizitär wurde. Mit Ausnahme des 3. Quartals 1960 – als Gerüchte über eine Dollarabwertung und eine Goldaufwertung entstanden, welche zu einem starken Kapitalimport unter den Positionen «Effektenkäufe in USA» und «Bankendebitoren» führten – verharrte das Defizit der Kapitalverkehrsbilanz auf beinahe unverändert hohem Niveau bis zum 1. Quartal 1961.

¹⁰³ Vgl. S. 49 f.

¹⁰⁴ Vgl. S. 39.

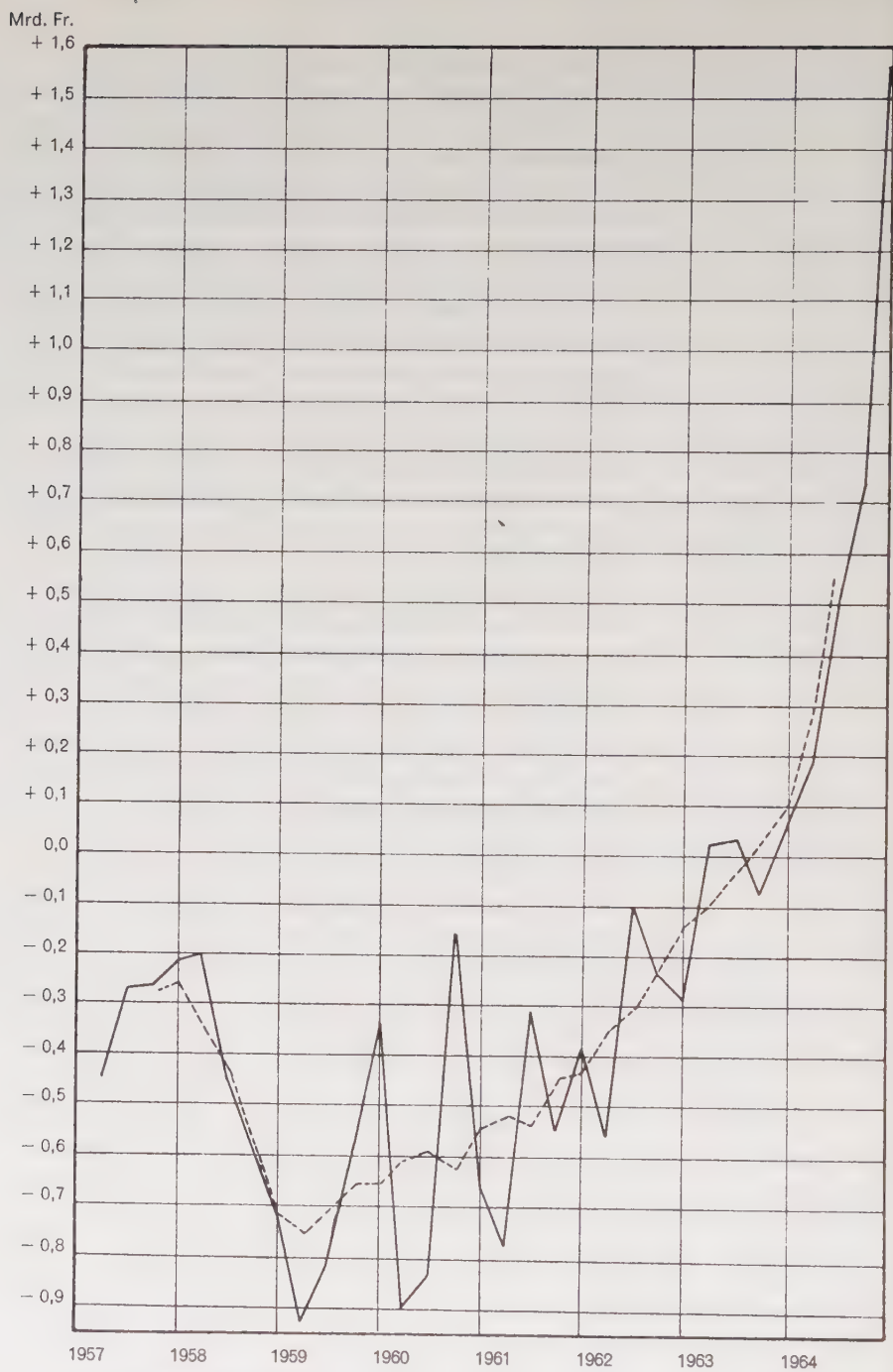


Fig. (20) Kapitalverkehrsbilanz

Seit dem 2. Quartal 1961 haben folgende Positionen zur Verringerung des Kapitalverkehrsbilanz-Defizites, bzw. zu den Kapitalverkehrsbilanz-Überschüssen geführt: Auslandsanleihen, Bankkredite, Effektenkäufe in USA (seit dem 2. Quartal 1962), Effektenkäufe in der Bundesrepublik Deutschland (bis zum 4. Quartal 1961 und seit dem 2. Quartal 1964), der Kapitalverkehr mit Italien (seit dem 3. Quartal 1963), Direktinvestitio-

nen USA (seit dem 4. Quartal 1962) und Bankendebitoren (seit dem 3. Quartal 1963).

Um einer inländischen Geldverknappung entgegenzuwirken, welche eine Zinssteigerung zur Folge hätte haben müssen, wurde die Bewilligungspraxis der Nationalbank für Auslandsanleihen und Bankkredite wieder restriktiver gehandhabt. Die vorerst verminderten Effektenkäufe in den Vereinigten Staaten und die späteren Effektenverkäufe lassen sich mit der Spekulation gegen den Dollar erklären. Die Verkäufe von 1964 sind wohl mehr eine direkte Folge der Teuerungsbekämpfungsmassnahmen des Bundesrates und der Nationalbank¹⁰⁵. Die Verkäufe deutscher Wertschriften ab 2. Quartal 1964 waren vermutlich durch die Einführung der deutschen Couponsteuer verursacht worden, während die Verkäufe der ersten Periode eher auf das Bestreben nach Realisierung des Aufwertungsgewinnes zurückzuführen sind.

Für den Rückgang der amerikanischen Direktinvestitionen nach 1962 gibt es zwei Gründe. Die vermehrte Einführung von Namensaktien erschwerte Direktinvestitionen in der Schweiz. Zudem fühlte sich die amerikanische Regierung wegen des ständig wachsenden Zahlungsbilanzdefizites beunruhigt und versuchte den Kapitalabfluss einzudämmen. In der gleichen Richtung wirkten die schweizerische Teuerungsbekämpfung und der Plafonierungsbeschluss¹⁰⁶.

Der Kapitalimport aus Italien war durch die italienische Wirtschaftskrise verursacht worden¹⁰⁷. Diese Entwicklung muss demnach als vorübergehend bezeichnet werden, ist doch mit der Rückkehr dieser Kapitalien bei einer – inzwischen schon eingetretenen – Besserung der politischen und wirtschaftlichen Lage in Italien, als «Auslandsgelder» zu rechnen.

Interessant ist der Verlauf der Bankendebitoren. Obwohl die Nationalbank alle Banken angewiesen hatte, ihnen zugeflossenes Auslandsgeld wieder im Ausland zu investieren, schlossen die Bankendebitoren mit einem Kapitalimport von 440 Mio. Franken ab. Dies lässt zwei Schlüsse zu. Einmal konnten scheinbar, wenn die Banken die Weisung der Nationalbank befolgt haben – und es liegt kein Grund vor, dies zu bezweifeln –, die kurzfristigen Kapitalimporte abgebremst werden. Sodann drängt sich aber auch der Schluss auf, dass es sich bei dem vorliegenden Kapitalimport um die Repatriierung schweizerischen Geldes handelt. Die schweizerischen Banken hatten früher Kapital exportiert, welches bei der zunehmenden Kapitalverknappung ins Inland zurückgerufen wurde.

Wenden wir uns jetzt noch dem Verlauf der bis anhin nicht erfassten Kapitalbewegungen zu, den Unerfassbaren Kapitalbewegungen.

B. Die Unerfassbaren Kapitalbewegungen

(21)

Unerfassbare Kapitalbewegungen

Der nicht unbeträchtliche Umfang langfristiger Kapitalbewegungen, welcher nicht ausgeschieden werden konnte, bewirkt eine Passivierung der vorliegenden Position¹⁰⁸. Deshalb wird der kurzfristige Kapitalimport bedeutend grösser sein als hier ausgewiesen.

In dieser Position ist das hot money eingeschlossen. Hot Money zeichnet sich dadurch aus, dass es nur kurzfristige Anlage sucht und in der Regel schnell wieder abfließt. Das schweizerische hot money zeichnete sich

¹⁰⁵ Vgl. S. 40.

¹⁰⁶ Vgl. S. 43.

¹⁰⁷ Vgl. S. 45.

¹⁰⁸ Vgl. S. 47.

aber dadurch aus, dass es ausserordentlich sesshaft war. Viel eher trifft deshalb für das, was allgemein als hot money bezeichnet wird, der Ausdruck «Fluchtkapital» zu¹⁰⁹. Dieses sucht aus mannigfachen Motiven – Währungspolitik, politische Ereignisse, Steuerflucht, Bankgeheimnis – in unserem Land Zuflucht. Für die Schweiz ist also die allgemein getroffene Unterscheidung zwischen lang- und kurzfristigem Kapital wenig brauchbar. Statt dessen sollte besser zwischen elastischem und unelastischem Kapital unterschieden werden¹¹⁰. Die Kapitalverkehrsbilanz bestünde demnach aus elastischem, die Unerfassbaren Kapitalbewegungen aus unelastischem Kapital.

Da die Unerfassbaren Kapitalbewegungen einen Residualposten darstellen, ist es ausserordentlich schwierig, dieses Geld auf seine Herkunft hin zu untersuchen. Ganz bestimmt sind hier noch weitere Auslandsguthaben schweizerischer Banken enthalten. Bei den Bankendebitoren konnte nur ein Teil davon erfasst werden. Diese Position ergibt für 1960 einen Kapitalexport von lediglich 70 Mio. Franken. Demgegenüber schätzt die OECD für dasselbe Jahr einen – allerdings etwas hoch anmutenden – Auslandsguthabenüberschuss der Banken von 800 Mio. Franken¹¹¹. Auch REINHARDT¹¹² weist darauf hin, dass seit 1958 – Einführung der Konvertibilität – die Auslandsanlagen der schweizerischen Banken erheblich zugenommen hätten. Eine solche Entwicklung wurde jedoch aus den «Bankendebitoren» nicht ersichtlich¹¹³. Wir dürfen nicht vergessen, dass schon bei den eigentlichen Bankendebitoren die statistische Erfassung mangelhaft war. Zudem fehlen uns jegliche Angaben über das ausländische Geld auf den Kontokorrentkonten. Eng in Zusammenhang damit stehen die ausländischen Wertschriftentransaktionen an den schweizerischen Börsen; auch hierüber fehlen jegliche Unterlagen.

Bleibt die Grössenordnung der soeben erwähnten Kapitalbewegungen unbekannt, so nicht deren Richtung: es handelt sich beinahe durchwegs um Exporte. Diese zusätzlichen Exporte müssen aber mehr als kompensiert worden sein, schliessen doch die Unerfassbaren Kapitalbewegungen beinahe durchgehend mit einem Kapitalimport. Berücksichtigen wir noch die in dieser Position versteckten unerfassbaren schweizerischen Direktinvestitionen, so muss der Zustrom an ausländischem Fluchtgeld wahrhaft astronomische Ausmasse angenommen haben. Es ist somit nur zu verständlich, dass Bund und Nationalbank mit allen Mitteln versuchten, die Kontrolle über diesen Zufluss zu erlangen.

Tatsächlich sind der Schweiz unter dieser Position beinahe ständig beträchtliche Mengen an Auslandsgelder zugeflossen (vgl. Fig. (21)).

Die drei Ausnahmen – 4. Quartal 1961, 3. Quartal 1962 und 3. Quartal 1964 – wurden ausnahmslos durch aussergewöhnliche Verhältnisse verursacht. Im ersten und zweiten Fall ist der Kapitalexport wohl darauf zurückzuführen, dass die vorhergegangene Spekulation enttäuscht wurde (keine Aufwertung des Schweizer Frankens bzw. keine Abwertung des Dollars). Der dritten Phase liegen vermutlich die Massnahmen des Bun-

¹⁰⁹ Der gleiche Gedankengang findet sich auch bei ROEFER, welcher ausführt: «Nun werden alle diese Bezeichnungen (Hot Money, Fluktuierendes Geld, Fluchtkapital; Verf.) oft im gleichen Sinn verwendet, was jedoch nicht korrekt ist. Fluchtgeld kann natürlich zu vagabundierendem Geld werden, wenn es immer wieder seinen Standort wechselt. Aber das muss nicht sein».

¹¹⁰ Vgl. hierzu ausführlich S. 68.

¹¹¹ OECD, 1963, 19.

¹¹² REINHARDT, 356.

¹¹³ Vgl. Fig. (11), S. 38.

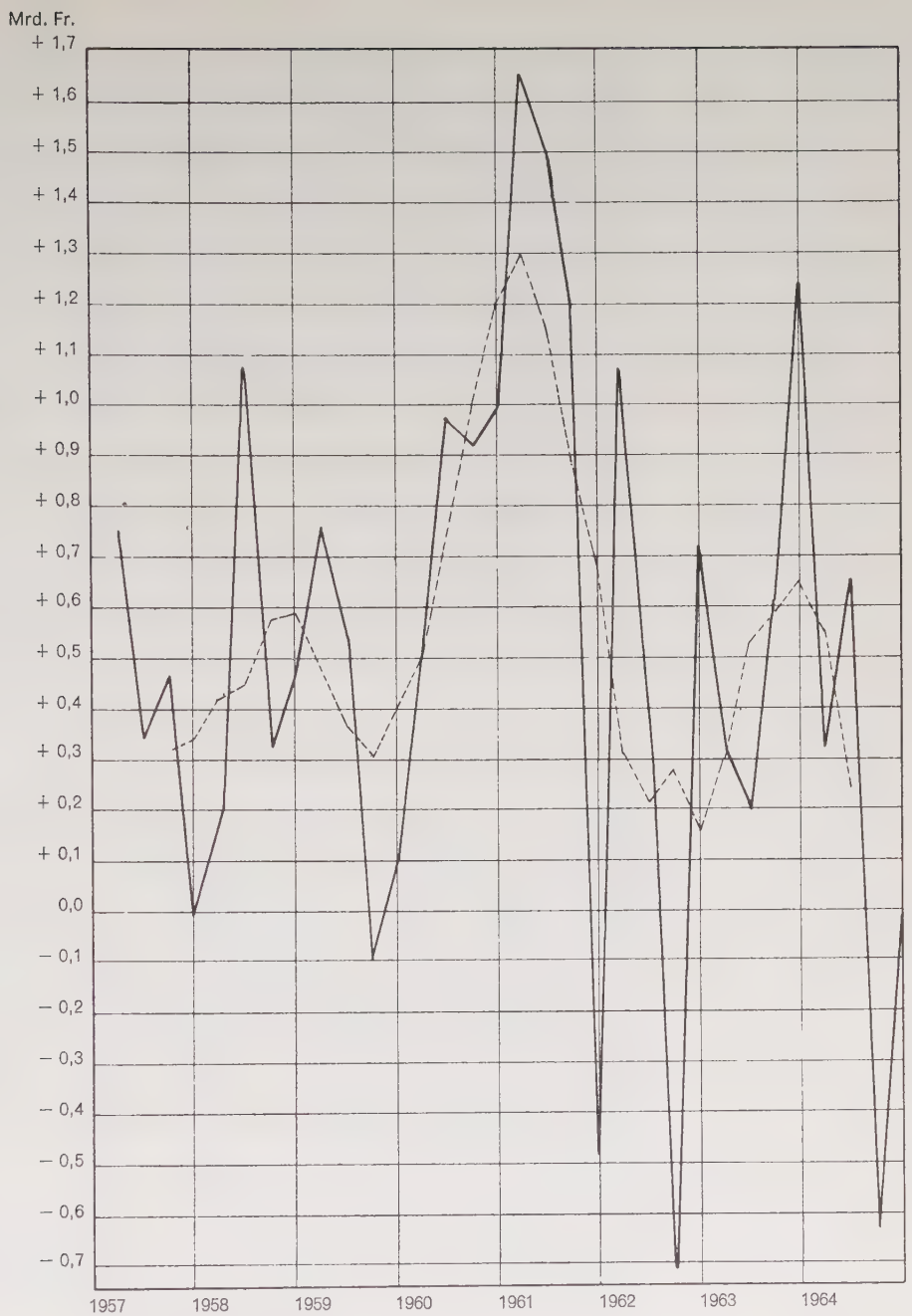


Fig. (21) Unerfassbare Kapitalbewegungen

desrates und der Nationalbank zur Teuerungskämpfung zu Grunde. Auf diesem Gebiet scheinen somit die Massnahmen von Erfolg gekrönt gewesen zu sein¹¹⁴.

Die grösste Welle ausländischen Fluchtkapitals erreichte unser Land von 1960 bis zum 3. Quartal 1961, als 7,80 Mrd. Franken Auslandsgelder in die Schweiz gebracht wurden¹¹⁵. Die politischen Wirren im Kongo und die anschliessende Spekulation auf eine Aufwertung des Schweizer Frankens

¹¹⁴ Vgl. hierzu S. 61 ff.

¹¹⁵ Maximum: 1. Quartal 1961, 1,66 Mrd. Franken.

waren für diese Entwicklung in hohem Masse verantwortlich. Auch die Gerüchte über eine Abwertung des Pfund Sterling und später des Dollars haben zu dieser Entwicklung beigetragen.

Der Internationale Währungsfonds führt über die schweizerischen Kapitalbewegungen im Jahre 1961 u.a. aus: «Inflows of short-term capital into Switzerland are believed to have been responsible for a substantial increase in reserves...»¹¹⁶. Dies ist noch eher vorsichtig ausgedrückt, wenn wir uns vergegenwärtigen, dass hier für 4,07 Mrd. Franken Auslandsgelder Zuflucht in unserem Land gesucht haben. Wenn wir uns zudem in Erinnerung rufen, dass der effektive Zufluss an Fluchtkapital und hot money¹¹⁷ noch bedeutend höher gewesen sein muss als hier ausgewiesen¹¹⁸, so ist eine Schätzung von 4,5 bis 5 Mrd. Franken sicherlich nicht übertrieben.

Schliesslich dürfte auch die Schwäche des kanadischen Dollars, welcher später dann de facto abgewertet wurde¹¹⁹, im 1. Quartal 1962 zum Zufluss von 1,07 Mrd. Franken Fluchtkapital beigetragen haben. Der Kapitalimport von 1,24 Mrd. Franken im 4. Quartal 1963 ist mit der Flucht aus dem amerikanischen Dollar und der Lira zu erklären¹²⁰. – Die Kapitalverkehrs Bilanz und die «Unerfassbaren Kapitalbewegungen» zusammen ergeben das Total aller Kapitalbewegungen.

C. Die gesamten Kapitalbewegungen

(22)
Total Kapital-
bewegungen

Die gesamten Kapitalbewegungen weisen eine ähnliche Entwicklung auf, wie die Währungsreserven. Dies erstaunt nicht, weil die Kapitalbewegungen grösstmässig die Ertragsbilanz meist klar übertreffen¹²¹. Die Ansicht ANDERMATTS, dass die Schweiz ein «strukturelles Kapitalexportland» sei¹²², wird durch das vorliegende Zahlenmaterial jedoch widerlegt. Auch das häufig gebrauchte Schlagwort von der «ständigen Nettogläubigerposition» der Schweiz erweist sich als zumindest übertrieben. Zwar erreichte der schweizerische Bruttokapitalexport meist einen beträchtlichen Umfang, doch kennzeichnet dies jeden hochentwickelten Industriestaat. Angesichts des Saldos aller Kapitalbewegungen von 1957–1964, lässt sich feststellen, dass die Schweiz in dieser Zeit eher ein strukturelles Kapitalimportland war.

Die Entwicklung der gesamten Kapitalbewegungen kann in fünf Abschnitte unterteilt werden (vgl. Fig. (22)). Bis zum 1. Quartal 1958 wiesen die Kapitalbewegungen – mit Ausnahme des 4. Quartals 1957 – einen geringfügigen Kapitalimport auf. Ausgangspunkt dieser Entwicklung waren die Unerfassbaren Kapitalbewegungen.

¹¹⁶ IWF, 1962, 115.

¹¹⁷ 1961, im Jahre der Aufwertung der Deutschen Mark und der dadurch verursachten allgemeinen Währungsspekulation, blieb auch unser Land nicht von «echtem» hot money verschont.

¹¹⁸ Vgl. S. 50.

¹¹⁹ Übergang zu festen Wechselkursen auf einem tieferen Kursniveau.

¹²⁰ Vgl. OECD, 1964, 14.

	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
(in Milliarden Franken)								
Ertragsbilanz	– 0,19	+ 0,96	+ 0,76	+ 0,41	– 0,91	– 1,45	– 1,56	– 1,78
Total Kapitalbewegungen	+ 0,32	+ 0,09	– 1,37	+ 0,92	+ 1,82	+ 0,29	+ 2,41	+ 3,27

¹²² ANDERMATT, 120.

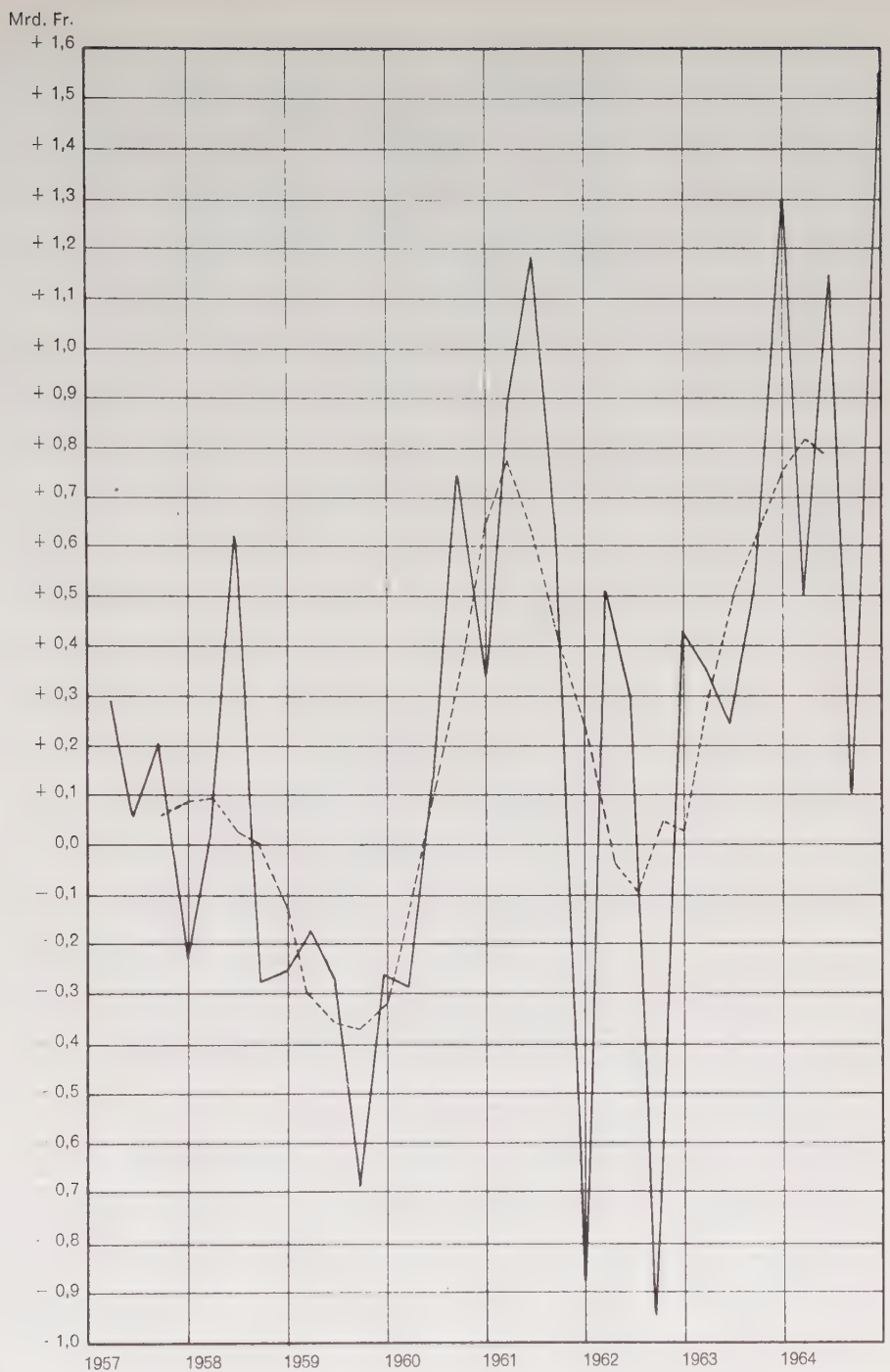


Fig. (22) Total Kapitalbewegungen

Vom 2. Quartal 1958 bis zum 4. Quartal 1959 trat jedoch das vergrößerte Defizit der Kapitalverkehrsbilanz immer mehr in Erscheinung. Die Ausfuhr schwankte während dieser Zeit zwischen 240 Mio. (4. Quartal 1959) und 690 Mio. Franken (3. Quartal 1959) pro Quartal. Umfangreiche Flucht- und Spekulationsgelder (Unerfassbare Kapitalbewegungen) führ-

ten bis zum 2. Quartal 1961 erneut zu einem massiven Kapitalzufluss¹²³. Infolge der unsicheren Währungsverhältnisse verlief die Entwicklung bis zum 4. Quartal 1962 unregelmässig. Bei Extremwerten von einem Kapitalimport von 510 Mio. Franken im 1. Quartal 1962 und einem Kapitalexport von 950 Mio. Franken im 3. Quartal 1962 nahm der Kapitalzufluss in jener Zeit gesamthaft deutlich ab.

Der massive Kapitalimport im Jahre 1963 erklärt sich aus den konstant hohen Zuflüssen bei den «Unerfassbaren Kapitalbewegungen» und der vorerst bescheidenen, dann der bedeutend aktiver werdenden Kapitalverkehrsbilanz. 1964, besonders im 2. Semester, nahmen die Kapitalimporte unter der Position der Unerfassbaren Kapitalbewegungen massiv ab. Es ergab sich sogar ein nicht unbeträchtlicher Kapitalexport. Diese Entwicklung wurde jedoch durch den noch stärkeren Kapitalimport bei der Kapitalverkehrsbilanz mehr als kompensiert. Im 4. Quartal 1964 erreichte der gesamte Kapitalimport mit 1,74 Mrd. Franken seinen Höhepunkt¹²⁴. Die BIZ führt diesen Zufluss, u. E. fälschlicherweise, auf saisonale Gründe zurück¹²⁵. Mit «saisonalen Gründen» kann sie nur das window dressing meinen, welches in der vorliegenden Betrachtung eliminiert wurde.

Der Import von ausländischen Geldern kann nur schwer überwacht werden. Es ist praktisch unmöglich festzustellen, ob es sich tatsächlich um ausländisches Kapital oder um repatriiertes schweizerisches Geld handelt. Ohne Berücksichtigung der Direktinvestitionen schätzte die OECD für 1962 allein die ausländischen Wertschriften in schweizerischem Besitz auf 17 Mrd. Franken¹²⁶. Sollten diese Kapitalien in die Schweiz zurückgeführt werden, so müssten sämtliche bestehenden Massnahmen gegen die Einfuhr von kurzfristigem Auslandskapital erfolglos bleiben.

Zum Abschluss der Ausführungen über die Kapitalbewegungen sei noch erwähnt, dass der Kapitalimport auch schon zu hoch veranschlagt worden ist. So scheint z.B. die Schätzung von LANG, wonach die Schweiz von 1960–1963 für 10 bis 11 Mrd. Franken Kapital eingeführt hätte¹²⁷, übertrieben. Die vorliegende Untersuchung stellt für diese Periode einen Nettokapitalimport von ungefähr 5¹/₂ Mrd. fest, also etwa der Hälfte.

Die Entwicklung der Währungsreserven

(23)

Währungsreserven

Die Veränderungen der Währungsreserven geben Auskunft über den Wirtschaftsverkehr mit dem Ausland. Allerdings trifft dies nur dann vollständig zu, wenn wir die gesamten Devisen- und Goldveränderungen betrachten, also auch die privaten. In der vorliegenden Aufstellung sind aber nur die staatlichen Währungsreserven enthalten. Daneben verfügen jedoch z.B. auch die Banken über ausländische Devisen und Gold. Deshalb

¹²³ Maximum: 2. Quartal 1961, 1,18 Mrd. Franken.

¹²⁴ Die Ansicht der OECD, 1965, 12: «L'afflux de capitaux étrangers a à peu près cessé à la suite des mesures prises au printemps dernier.», kann füglich bezweifelt werden, andernfalls hätte der Kapitalimport durch Repatriierungen entstanden sein müssen. Wie noch aufzuzeigen sein wird, spricht aber vieles gegen diese These. Auf S.13 a. a. O. bestreitet übrigens indirekt die OECD ihre eigenen Ausführungen: «Il est probable que l'entrée en Suisse de capitaux étrangers s'est poursuivie sous la forme d'investissements directs, qui ne sont pas visés par les nouvelles mesures».

¹²⁵ BIZ, 1965, 109.

¹²⁶ OECD, 1963, 16.

¹²⁷ LANG, 362.

kann nicht festgestellt werden, wie hoch der gesamte ausländische Devisen- und Goldbestand in der Schweiz tatsächlich ist.

Dieser durch fehlende Statistiken bedingte Mangel fällt aber nicht allzu schwer ins Gewicht, da die Banken in der Regel nur Bestände für laufende Transaktionen in ausländischer Währung halten. Dennoch muss beachtet werden, dass sie zusätzlich für spekulative Zwecke Währungsreserven akkumulieren können. Es sei hier besonders an die Zeit vor der Aufwertung der Deutschen Mark erinnert. 1960 dürfte somit noch beträchtlich mehr Kapital in die Schweiz geflossen sein, als es statistisch feststellbar war. Auch die 1961 in Verbindung mit der Spekulation gegen Dollar und Pfund entstandene Golddiskussion (Aufwertung des Goldes) wird zu Goldkäufen und damit zu einem zusätzlichen unerfassbaren Kapitalimport geführt haben.

Bevor aber auf die Entwicklung der Währungsreservenveränderungen eingegangen wird, soll kurz von der schweizerischen Währungsgeschichte 1957–1964 die Rede sein. Darunter sind alle von Bund und Nationalbank getroffenen monetären Massnahmen zu verstehen. Als monetär werden im folgenden allerdings auch jene Interventionen bezeichnet, die auf die Kapitalbewegungen und somit Währungsreservenveränderungen nur einen indirekten Einfluss ausübten.

A. Schweizerische Geld- und Währungspolitik

Erstmals seit mehr als 20 Jahren veränderte die Schweizerische Nationalbank am 15. Mai 1957 ihren offiziellen Diskontsatz, indem sie ihn von $1\frac{1}{2}\%$ auf $2\frac{1}{2}\%$ erhöhte. Parallel dazu verlief die Entwicklung des Lombardsatzes, der eine Steigerung von $2\frac{1}{2}\%$ auf $3\frac{1}{2}\%$ erfuhr. Zwei Gründe mögen die Nationalbank bewogen haben, von ihrer langjährigen Praxis des stabilen Diskontsatzes abzugehen.

Einmal herrschte generell die Absicht, wieder vermehrt von der Diskontpolitik Gebrauch zu machen. Zudem befand sich die schweizerische Binnenkonjunktur in einem Boom, dem die Nationalbank mit der Kreditverteuerung steuern wollte. Auch lagen die Zinssätze der Privatwirtschaft wesentlich über dem offiziellen Diskontsatz. Um der Gefahr einer Kreditbeanspruchung bei der Nationalbank vorzubeugen – dies hätte eine inflationäre Geldschöpfung bedeutet –, sah sich unser Noteninstitut genötigt, den Diskontsatz den privaten Sätzen anzupassen¹²⁸.

Zum selben Zeitpunkt traf die Nationalbank mit den Handelsbanken ein Abkommen. Aus konjunkturpolitischen Gründen hatten letztere beim Noteninstitut einen Teil ihrer Guthaben zu blockieren¹²⁹. Allerdings wurden die durch dieses Gentlemen's Agreement geschaffenen Mindestreserven bereits im September wieder weitgehend gelockert¹³⁰. Die konjunkturelle Überhitzung hatte zu jenem Zeitpunkt merklich nachgelassen. Hatten die schweizerischen Währungsreserven im 1. Quartal 1957 als Folge der defizitären Handelsbilanz abgenommen, so änderte sich das Bild im 2. Quartal. Wegen der Diskontsatzerhöhung hatte sich das inter-

¹²⁸ Vgl. SNB, 1957, 2.

¹²⁹ 1955 war ein äusserst differenziertes Schema erstellt worden. Darin wurden alle Banken, deren Bilanzsumme mehr als 50 Mio. Franken betrug, erfasst. 1956 waren diese Mindestreserven weitgehend aufgehoben worden. Im Mai 1957 wurden dann insgesamt ungefähr 90 Mio. Franken wiederum blockiert. Vgl. hierzu VERT, 651.

¹³⁰ Vgl. SNB, 1957, 6.

nationale Zinsgefälle gegenüber der Schweiz verringert. Dadurch verliess weniger zinselastisches Kapital unser Land als zuvor. Zudem führten die höheren Zinssätze zu einer Verteuerung der Kredite. Diese waren überdies – wegen der Einführung der Mindestreserven – auch zu höheren Zinssätzen nicht mehr so leicht erhältlich, wie noch ein Jahr zuvor. Teilweise mussten deshalb sogar ausländische Guthaben aufgelöst und repatriert werden. Im 4. Quartal 1958 führten dann auch die unsichere weltpolitische Lage und die Spekulation auf eine Aufwertung des Schweizer Frankens zu Kapitalzuflüssen¹³¹.

Im März 1958 gab die Nationalbank die Mindestreserven der Handelsbanken vollständig frei. Gleichzeitig wurde auch das Gentlemen's Agreement über die Auslandsgelder, welches bestimmte, dass kurzfristige Auslandsgelder nicht verzinst werden durften, aufgehoben¹³². Der Rückgang der schweizerischen Währungsreserven während des 1. Quartals 1958 ist auf die Verrechnung der monatlichen schweizerischen Defizite im Verkehr mit der Europäischen Zahlungsunion zurückzuführen¹³³.

1959 setzte in der Schweiz ein konjunktureller Aufschwung ein, ohne zunächst in eine Überkonjunktur auszumünden. Die wesentlich höheren Importe verursachten ein beträchtliches Defizit in der schweizerischen Handelsbilanz, was zu Währungsreservenverlusten führte.

Dies änderte sich im Verlaufe des Jahres 1960. Um sich des Zustromes ausländischer Gelder erwehren zu können, schloss die Nationalbank am 18. August 1960 mit den Handelsbanken ein neues Gentlemen's Agreement ab. Dieses sah vor, dass Auslandsgelder nurmehr mit einer Kündigungsfrist von drei Monaten entgegengenommen werden durften. Gelder mit einer Kündigungsfrist von weniger als sechs Monaten mussten nicht nur unverzinst bleiben, sondern wurden sogar mit einer Kommission von 1% belastet. Die Anlage neuer ausländischer Gelder in schweizerischen Wertschriften, Grundstücken und Hypotheken wurde untersagt. Um die Bankenliquidität zu verringern und die Gesamtnachfrage der Wirtschaft einzuschränken, plazierte die Nationalbank – unter Übernahme der Zinskosten – bei den Banken anfangs Oktober für 400 Mio. Franken Reskriptionen der Eidgenossenschaft¹³⁴.

Im Anschluss an die Aufwertung der Deutschen Mark und des holländischen Gulden vom 6. bzw. 7. März 1961 setzte eine überaus heftige Spekulation auf eine Abwertung des Pfund Sterling und eine Aufwertung des Schweizer Frankens ein. Deshalb wurden innert weniger Tage für mehr als eine Milliarde Franken ausländische Devisen in unser Land transferiert. Es gelang der Nationalbank die Grossbanken zu veranlassen, die ihnen zugeflossenen ausländischen Mittel auf einem Sonderkonto zu blockieren¹³⁵. Damit gelangten diese Gelder nicht in den Wirtschaftskreislauf unseres Landes. Die Gefahr einer Inflation konnte dadurch gebannt, oder doch zumindest gemildert werden.

War der Aufschwung der schweizerischen Binnenkonjunktur 1960 noch mässig, so beschleunigte sich diese Entwicklung 1961 deutlich. Dies trat in Form von massiven Importzunahmen klar in Erscheinung. Die Nationalbank schloss im April 1962 mit allen Banken, deren Bilanzsumme 10 Mio. Franken überschritt, ein neues Abkommen. Durch dieses wurden die betroffenen Institute verpflichtet, ihre Kreditgewährungen innert bestimmter wiederum sehr differenziert formulierter Limiten zu halten¹³⁶.

¹³¹ Vgl. SNB, 1957, 16f.

¹³³ Vgl. SNB, 1958, 17.

¹³⁵ Vgl. SNB, 1961, 7.

¹³² Vgl. SNB, 1958, 6.

¹³⁴ Vgl. SNB, 1960, 6.

¹³⁶ Vgl. SNB, 1962, 6f.

Da die rasche Expansion durch diese Massnahmen nicht gedämpft werden konnte, kontingentierte der Bundesrat am 1. März 1963 die Zulassung ausländischer Arbeitskräfte¹³⁷.

Diese Beschränkung wurde am 21. Februar 1964 weiter verschärft. Ausserdem setzte der Bundesrat etwas später, am 17. März 1964, zwei dringliche Bundesbeschlüsse in Kraft. Dadurch wurden die gesetzlichen Grundlagen für Massnahmen auf dem Gebiete der Bauwirtschaft (Baubeschluss) sowie des Geld- und Kapitalmarktes und des Kreditwesens (Kreditbeschluss) geschaffen. Die beiden Bundesbeschlüsse waren auf zwei Jahre befristet, mit der Möglichkeit, sie durch die Bundesversammlung um ein weiteres Jahr zu verlängern¹³⁸.

Der Baubeschluss hatte zum Zweck, durch ein Zurückstellen weniger dringlich erscheinender Projekte, die Nachfrage nach Bauleistungen zu reduzieren und dadurch die Teuerung zu bekämpfen. Im Zusammenhang mit den Kapitalbewegungen ist aber der Kreditbeschluss viel wichtiger. Dieser bezweckte, eine bessere Relation zwischen Sparen und Investieren zu erreichen sowie die Geld- und Kreditschöpfung einzudämmen. Der Bundesrat wurde deshalb ermächtigt, Vorkehrungen gegen das Eindringen ausländischer Gelder zu treffen. Ferner erhielt er die Kompetenz, die Kreditfähigkeit der Banken zu beschränken, Belehnungsgrenzen für Baukredite und Hypothekendarlehen festzusetzen, die Ausgabe von Immobilienanteilscheinen zu limitieren und die zeitliche Staffelung von Obligationen- und Aktienemissionen zu verfügen. Mit der Durchführung wurde die Schweizerische Nationalbank betraut. Sie hatte zu versuchen, die gesteckten Ziele, soweit möglich, auf dem Wege freiwilliger Vereinbarungen zu erreichen.

Gestützt auf den Kreditbeschluss traf die Nationalbank am 31. März 1964 mit den schweizerischen Banken eine Vereinbarung. Diese schloss sich eng an das frühere Gentlemen's Agreement an. Die in jenem Jahr eingeflossenen Auslandsgelder durften überhaupt nicht mehr in den Genuss von Zinsen kommen. Sie mussten überdies, soweit sie nicht wieder in ausländischer Währung im Ausland angelegt wurden, auf ein Sonderkonto bei der Nationalbank einbezahlt werden. Auch durften mit ausländischem Geld weiterhin keine Grundstücke, Hypotheken und inländische Aktien gekauft werden. Zusätzlich wurden sie vom Erwerb inländischer Obligationen ausgeschlossen. Am 1. Mai 1964 erfolgte sodann die Allgemeinverbindlichkeitserklärung dieser Abkommen durch den Bundesrat. Gleichzeitig wurden durch eine Verordnung des Bundesrates auch Personen und Gesellschaften, welche keine Bankgeschäfte betrieben, diesen Bestimmungen zusätzlich unterstellt¹³⁹. Auch die Vereinbarung zwischen Nationalbank und Handelsbanken über die Beschränkung der Kreditausweitung wurde weiter eingeeengt und in dieser schärferen Form am 5. Juni 1964 vom Bundesrat für allgemeinverbindlich erklärt¹⁴⁰.

Alle diese zuletzt genannten Massnahmen stellen ein Novum in der schweizerischen Geld- und Währungspolitik dar. Erstmals erlangten durch eine Allgemeinverbindlichkeitserklärung bilaterale Abkommen Gesetzeskraft. Der Sinn dieses ganzen Verordnungsbündels war – soweit davon die Auslandsgelder betroffen wurden – den Kapitalimport abzubremsen. Ob dies tatsächlich gelungen ist, soll später untersucht werden¹⁴¹. – Im folgenden sei aber kurz auf den Verlauf der Währungsreservenveränderungen eingegangen.

¹³⁷ Vol. SNB, 1963, 6.

¹³⁹ Vgl. SNB, 1964, 5f.

¹⁴¹ Vgl. S. 65f.

¹³⁸ Vgl. SNB, 1964, 5.

¹⁴⁰ Vgl. SNB, 1964, 6.

1957 wechselte das Vorzeichen des Zahlungsbilanzsaldos¹⁴² von Quartal zu Quartal (vgl. Fig. (23)). Der Aktivsaldo von 300 Mio. Franken im 3. Quartal sorgte dafür, dass auch der Jahressaldo mit 130 Mio. Franken geringfügig aktiv ausfiel. Dies ist deshalb erwähnenswert, weil sich die Kapitalverkehrsbilanz zur gleichen Zeit beträchtlich verschlechtert hatte. Somit muss – die Höhe der Unerfassbaren Kapitalbewegungen bestätigt es – unserem Lande in grossem Ausmasse kurzfristiges Geld zugeflossen sein. Sinkende Zinssätze in den Vereinigten Staaten sowie der Liquiditätsmangel am schweizerischen Kapitalmarkt mögen teilweise ausländisches Geld angezogen, bzw. Repatriierungen schweizerischer Kapitalien zur Folge gehabt haben. Durch die Anspannung am schweizerischen Kapitalmarkt stiegen zudem die schweizerischen Zinssätze, so dass das Gefälle, vor allem auch gegenüber den Vereinigten Staaten, verringert wurde. Schliesslich führte auch das gegenüber 1957 wesentlich geringere Handelsbilanzdefizit wiederum zu einer aktiven Ertragsbilanz. Somit ist der Zuwachs an Währungsreserven im Jahre 1958 in hohem Masse auf den nichtmonetären Teil der Zahlungsbilanz zurückzuführen.

Seit Mitte 1958 verringerte sich die Zunahme der Währungsreserven. Vom 2. Quartal 1959 bis zum 1. Quartal 1961 schloss die schweizerische Zahlungsbilanz sogar mit einem aufaddierten Defizit von 820 Mio. Franken. Ursache hierfür waren die sich wieder rapid verschlechternde Handelsbilanz, zunehmende Wertschriftenkäufe an den amerikanischen und deutschen Börsen sowie die Zunahme der Bankendebitoren.

Infolge des Übergangs der meisten Industriestaaten zur Konvertibilität, verlor die Schweiz Ende 1958 an Anziehungskraft für ausländische Kapitalien. Ein beträchtlicher Teil des zugeflossenen Kapitals war auch früher wieder im Ausland investiert worden, der Schweizer Franken wurde aber, als weitgehend einzige harte Währung, besonders aus Sicherheitsgründen von Ausländern gehalten. Durch den Übergang zur Konvertibilität kam dieser Zufluss zum Versiegen. Überdies verliess in der Schweiz domiziliertes Auslandsgeld unser Land und suchte, mit höherem Zinssatz, Anlage in anderen konvertiblen Währungen¹⁴³.

Nach dieser Defizitperiode nahmen die schweizerischen Währungsreserven bis Mitte 1961 wieder massiv zu¹⁴⁴ und zwar zu dem Zeitpunkt, als sich die Handelsbilanz zu verschlechtern begann. Zudem erlebte der Kapitalexport in Form von Auslandsanleihen und Bankkrediten an das Ausland seinen Höhepunkt. Dieser Export übertraf bei weitem die rückläufige Entwicklung der Effektenkäufe an den amerikanischen und deutschen Börsen. Hingegen floss der Schweiz während der 1½ Jahre umfassenden Periode unter der Position Unerfassbare Kapitalbewegungen für 7,22 Mrd. Franken ausländisches Geld zu. Dieser starke Zustrom stellt das Spiegelbild aussergewöhnlicher politischer und währungspolitischer Ereignisse dar, wie die Wirren im Kongo, die Spekulationen auf eine Goldaufwertung und eine Aufwertung der Deutschen Mark, die schliessliche Aufwertung der Deutschen Mark und des holländischen Guldens mit der anschliessenden Spekulation auf eine Aufwertung des Schweizer

¹⁴² Die Veränderungen der Währungsreserven können allgemein auch als Saldo der Zahlungsbilanz betrachtet werden. Nehmen sie zu, so hat die Zahlungsbilanz um diesen Betrag mit einem Überschuss abgeschlossen, nehmen sie ab, mit einem Defizit.

¹⁴³ Vgl. hierzu S. 41.

¹⁴⁴ Maximum: 3. Quartal 1960, 960 Mio. Franken.

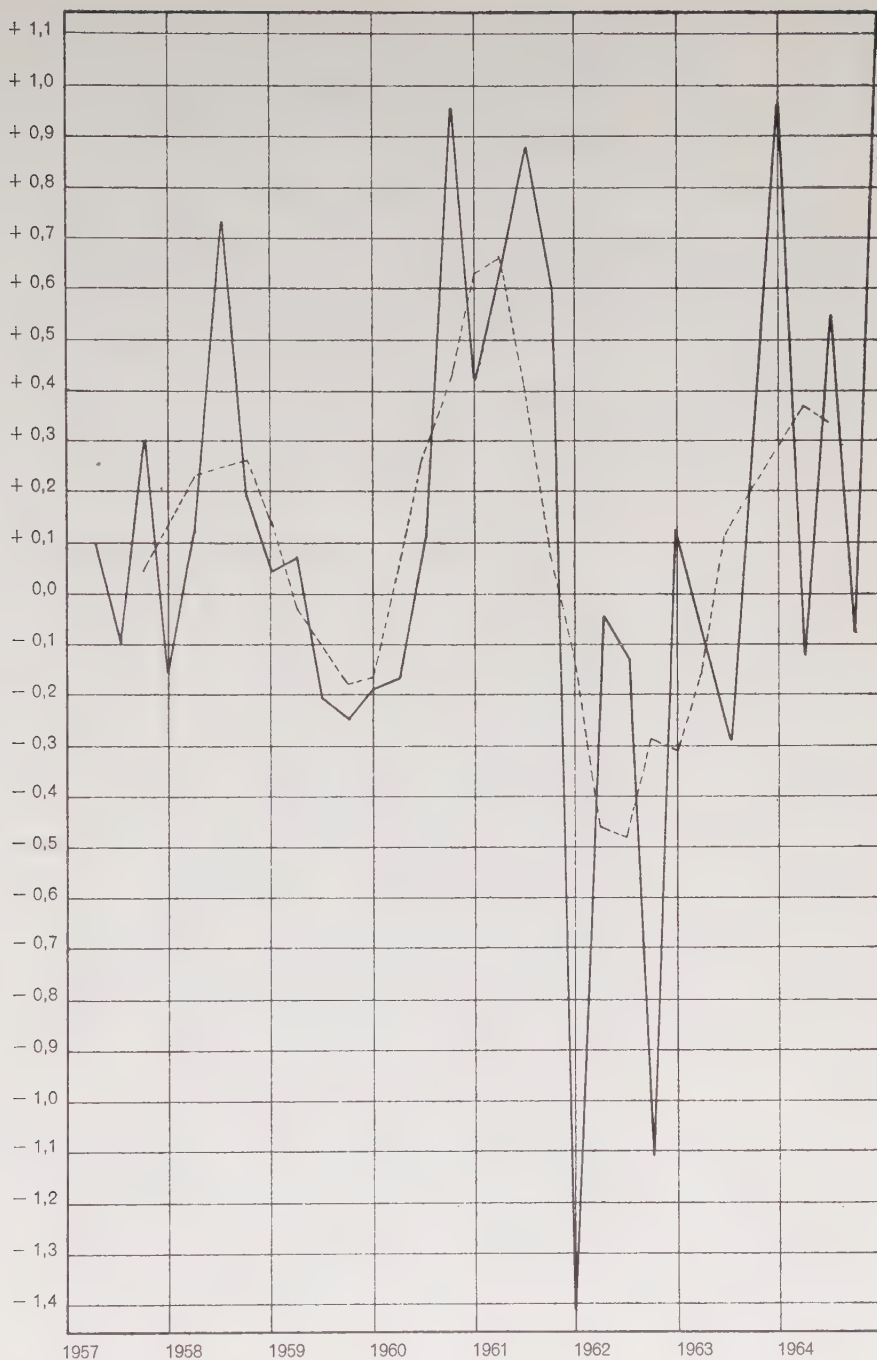


Fig. (23) Währungsreserven

Frankens sowie die Abwertungsgerüchte um das Pfund Sterling und den Dollar. Zudem muss noch darauf hingewiesen werden, dass das amerikanische Zinsniveau relativ niedrig blieb. Durch die allgemeine Währungsspekulation verlor aber das Zinsgefälle gegenüber der Schweiz fast vollständig an Bedeutung.

Als sich jedoch die Lage gegen Ende 1961 beruhigte, setzte eine gegenläufige Entwicklung ein. Im 4. Quartal 1961 nahmen die Währungsreserven um 1,41 Mrd. Franken ab.

An diesem Beispiel zeigt sich deutlich, dass die Währungsreserven, wie sie die Nationalbank ausweist, nicht einfach übernommen werden dürfen. Wären für die erwähnte Periode die publizierten Daten verwendet worden so hätten die Währungsreserven lediglich um 0,6 Mrd. Franken abgenommen. Noch krasser ist die Verzerrung im 4. Quartal 1962. Für dieses Quartal wäre ohne Korrekturen ein Zuwachs von 1,44 Mrd. Franken zu verzeichnen gewesen gegenüber effektiv 0,12 Mrd. Franken. Verzerrungen in der Grössenordnung von 1,32 Mrd. Franken bedeuten, dass der Aus-sagewert der Zahlungsbilanzstatistik gleich Null wird.

Der Währungsreservenverlust hielt, hervorgerufen durch das Ertragsbilanzdefizit, an und erreichte im 3. Quartal 1962 mit 1,11 Mrd. Franken einen Höhepunkt. Anschliessend vermehrten sich, infolge der Kubakrise, die Währungsreserven wieder massiv, ungeachtet der sich weiter passivierenden Ertragsbilanz. Zu dieser Entwicklung trug die restriktivere Zulassungspraxis der Nationalbank für Auslandsanleihen bei. Zudem wurden die Wertschriftenkäufe an den amerikanischen Börsen durch Verkäufe abgelöst. Auch die Direktinvestitionen in Italien nahmen stark ab, und die Zunahme der Bankendebitoren verringerte sich, um im 4. Quartal 1964 sogar einer Abnahme zu weichen. Das 4. Quartal 1964 brachte schliesslich mit 1,26 Mrd. Franken die grösste Währungsreservenzunahme innerhalb der untersuchten Periode. Die Massnahmen des Bundesrates zur Bekämpfung des Zuflusses ausländischer Kapitalien scheinen somit den gegenteiligen Effekt bewirkt zu haben¹⁴⁵.

Zum Abschluss sei auf die Entwicklung der Währungsreservenveränderungen im 2. Semester 1961 eingegangen. Hatten wir im 3. Quartal noch eine Zunahme von 600 Mio. Franken feststellen können, so folgte im 4. Quartal eine Verminderung der Währungsreserven um 1,41 Mrd. Franken. Die Differenz beträgt etwas mehr als 2 Mrd. Franken, oder ungefähr einen Sechstel der damaligen Währungsreserven. Dies zeigt sehr deutlich, wie schnell Währungsreserven verbraucht werden können, auch wenn sie scheinbar mehr als ausreichend sind.

In der gesamten untersuchten Periode stellt der Kreditbeschluss vom März 1964 den schwerwiegendsten behördlichen Eingriff in den schweizerischen Kapitalverkehr dar. Im folgenden Kapitel wird deshalb untersucht, welche Auswirkungen diese Massnahme hatte.

¹⁴⁵ Vgl. S. 57.

3. Kapitel:

Folgen des Kreditbeschlusses vom 17. März 1964 für den Kapitalverkehr

Die Auswirkungen des Kreditbeschlusses können gegenwärtig noch nicht abschliessend beurteilt werden. Da die auf dem Kreditbeschluss basierenden Vereinbarungen zwischen Nationalbank und Handelsbanken erst im 2. Quartal getroffen wurden, lassen sich die Auswirkungen vorerst nur für zwei Quartale beurteilen. Hinzu kommt, dass die Auswirkungen nicht unmittelbar erfolgen konnte. Demgegenüber stellt der Kreditbeschluss im Grunde genommen nichts anderes dar, als die Allgemeinverbindlichkeitserklärung strengerer formulierter Gentlemen's Agreements.

Die Argumente für den Kreditbeschluss

Der Zweck des Kreditbeschlusses war, eine bessere Relation zwischen Sparen und Investieren zu erreichen und die Geld- und Kreditschöpfung einzudämmen¹⁴⁶. Die Schweizerische Nationalbank führt hierzu aus¹⁴⁷: «Die Sorge um das wirtschaftliche Gleichgewicht, die Erhaltung des Geldwertes und die Sicherung der Konkurrenzfähigkeit gegenüber dem Ausland gaben dem Bundesrat Anlass, ein Programm zur Konjunkturdämpfung und zur Bekämpfung der Teuerung aufzustellen.»

Primär stand also die Bekämpfung der Inflation im Vordergrund. Zu dieser Inflation trug auch der Zufluss von ausländischen Geldern bei. Dieser sorgte dafür, dass weiterhin Investitionen vorgenommen werden konnten, ohne einen Zinsanstieg grösseren Ausmasses zu bewirken. Die Konjunktur wurde somit durch ausländische Mittel weiter angeheizt. Mit dem Kreditbeschluss sollte dem zusätzlichen Kapitalangebot Einhalt geboten werden, mit welchem Erfolg sei im folgenden untersucht.

Die Auswirkungen des Kreditbeschlusses

Gerade in den beiden letzten Quartalen des Jahres 1964 erfolgte ein überaus grosser Kapitalimport¹⁴⁸. Somit muss auf den ersten Blick von einem Misserfolg des Kreditbeschlusses – soweit er die Abwehr der ausländischen Gelder betrifft – gesprochen werden. Zu untersuchen ist, wie es unter den gegebenen Umständen überhaupt zu einem Kapitalimport kommen konnte.

Gründe für den weiteren Kapitalimport

Der festgestellte weitere Kapitalimport kann aus zwei Gründen angehalten haben. Einmal kann der Kreditbeschluss ganz einfach wirkungslos geblieben sein. Sodann können aber auch schweizerische Gelder, welche

¹⁴⁶ Vgl. SNB, 1964, 5.

¹⁴⁸ Vgl. Fig. (22), S. 57.

¹⁴⁷ SNB, 1964, 5.

ja nicht betroffen wurden, repatriiert worden sein. Wenden wir uns vorerst dieser Repatriierungsthese zu.

A. Die Repatriierungsthese

Die hohen Defizite der Kapitalverkehrsbilanz waren bis und mit 1960 von einer aktiven Ertragsbilanz begleitet; möglicherweise war der Kapitalexport überhaupt eine Folge der Ertragsbilanzüberschüsse. Somit könnte behauptet werden, die hohen Kapitalimporte der letzten Quartale 1964 seien als Folge einer ständig stärker werdenden defizitären Ertragsbilanz zu erwarten gewesen.

Der Umkehrschluss (der teilweise auf die Repatriierungsthese hinausläuft) ist aber unzulässig. Ertragsbilanz und Kapitalverkehrsbilanz sind keine komplementären Grössen. Die schweizerische Zahlungsbilanz wies z. B. für 1961 und 1962 sowohl ein Defizit der Ertragsbilanz als auch einen Kapitalexport bei der Kapitalverkehrsbilanz aus. Auch vorher hatte das Defizit der Kapitalverkehrsbilanz den Überschuss der Ertragsbilanz stets übertroffen. REINHARDT weist zu Recht nachdrücklich darauf hin, dass Kapitalexport nicht ausschliesslich durch Schweizer vorgenommen worden ist¹⁴⁹. Wenn die schweizerische Wirtschaft das gesamte Defizit der Ertragsbilanz und der Kapitalverkehrsbilanz von 5,59 Mrd. Franken in den Jahren 1961 und 1962 durch den Rückgriff auf eigene Aktiven, statt auf ausländische Kredite, hätte finanzieren sollen, so wäre ein Rückgang der Währungsreserven oder der Auslandsguthaben der Banken die Folge gewesen. Eine solche Entwicklung kann jedoch nicht in ausreichendem Ausmasse festgestellt werden¹⁵⁰. Wenn somit die Kapitalverkehrsbilanz und die Ertragsbilanz voneinander unabhängig sind, kann der Überschuss der einen nicht mit dem Defizit der andern erklärt werden.

Hingegen scheint die Gegenüberstellung der «Gesamten Kapitalbewegungen» einerseits und der Entwicklung des schweizerischen Zinssatzes¹⁵¹ andererseits auf die Repatriierungsthese hinzuweisen. Im 3. Quartal 1964 haben wir bei den «Unerfassbaren Kapitalbewegungen» einen Export von 630 Mio. Franken zu verzeichnen. Die Folge war eine Steigerung des Zinssatzes¹⁵². Der höhere Zinsfuss seinerseits musste zinselastisches Kapital anlocken. Dieser Vorgang kann auch tatsächlich beobachtet werden, verbesserte sich doch die Kapitalverkehrsbilanz im 4. Quartal gegenüber dem dritten um 830 Mio. Franken¹⁵³. Dieser «lag» ist zwischen den beiden Kurven unschwer herauszulesen, was ebenfalls auf Repatriierung schliessen lässt (verzögerte Auswirkung des Kapitalexports auf den Zinssatz einerseits und der Zinssatzsteigerung auf den Kapitalimport andererseits)¹⁵⁴.

¹⁴⁹ REINHARDT, 356.

¹⁵⁰

	1961	1962
	(in Milliarden Franken)	
Ertragsbilanz + Kapitalverkehrsbilanz	- 2,93	- 2,66
Währungsreservenveränderungen	+ 0,71	- 1,17
Bankendebitoren	- 0,15	- 0,78

¹⁵¹ Vgl. hierzu S. 73.

¹⁵² Tatsächlich setzte allerdings die Steigerung schon ein Jahr früher ein.

¹⁵³ Über die Unterscheidung zwischen zinselastischem und zinsunelastischem Kapital vgl. S. 68f.

¹⁵⁴ Da neue ausländische Gelder nicht verzinst werden durften, kann der Zustrom nicht Zinserwägungen zugeschrieben werden.

Nur eine einzige, aber wichtige Komponente passt nicht in dieses Bild. Wie erwähnt¹⁵⁵, begann das schweizerische Zinsniveau schon ein Jahr vor dem Kapitalabfluss bei den Unerfassbaren Kapitalbewegungen zu steigen. Ein weiteres Jahr vorher hatte der Bundesrat, vorderhand zwar noch auf freiwilliger Basis, mit der Plafonierung der ausländischen Arbeitskräfte begonnen. Dies zwang die Unternehmer zu vermehrter Rationalisierung. Die hierfür benötigten Mittel beschafften sie sich auf dem Kapital- und Geldmarkt. Somit entstand die Zinssteigerung vorerst eher durch eine vermehrte Kreditnachfrage als durch ein vermindertes Kapitalangebot¹⁵⁶. Der Kapitalabfluss bei der Position Unerfassbare Kapitalbewegungen im 2. Semester 1964 mag diese Tendenz der Verteuerung noch gefördert haben, war aber wohl nicht deren Ursache.

Demgegenüber weisen die drei Hauptpositionen des Kapitalverkehrsbilanzüberschusses vorerst auf eine Repatriierung hin. Betrachten wir zuerst die Bankendebitoren. Der Kapitalexport unter der Position Bankendebitoren ist weitgehend als Reaktion auf die zuvor eingeströmten Auslandskapitalien aufzufassen¹⁵⁷. Möglicherweise ist der Kapitalimport im 4. Quartal 1964 analog ebenfalls auf den Reexport ausländischer Kapitalien zurückzuführen. Handelt es sich – anders ausgedrückt – beim importierten Kapital um zuvor exportiertes Schweizer Geld? Dann müssten unter einer anderen Position Kapitalexporte zu verzeichnen sein.

Die Entwicklung der Position Unerfassbare Kapitalbewegungen scheint dies zu bestätigen¹⁵⁸. Demnach wäre das unser Land verlassende ausländische Geld durch repatriiertes schweizerisches ersetzt worden. Da die Bankendebitoren zudem im Verkehr zwischen in- und ausländischen Banken entstanden sind¹⁵⁹, kann argumentiert werden, im Ausland angelegtes schweizerisches Geld sei von den Banken nunmehr teilweise zurückberufen worden.

Die Verkäufe amerikanischer Wertschriften rühren vermutlich von Schweizern her, die wegen der Liquiditätsverknappung im Inland auf diese Mittel angewiesen waren. Ausländer konnten den Erlös aus den Verkäufen in der Schweiz nicht anlegen und dürften deshalb an einer solchen Transaktion nicht interessiert gewesen sein.

Auch der Kapitalimport aus dem Kapitalverkehr mit Italien stammt vermutlich von Repatriierungen her. Der Höhepunkt der italienischen Wirtschaftskrise war zu jenem Zeitpunkt bereits überschritten, so dass ein für die Kapitalflucht wesentliches Motiv wegfiel¹⁶⁰.

Diese Überlegungen müssen notwendigerweise Hypothesen bleiben. Demgegenüber kann behauptet werden, der Kapitalimport sei durch versteckte Auslandsgelder hervorgerufen worden. Auch für diese These lassen sich Argumente anführen.

¹⁵⁵ Vgl. Fussnote 152.

¹⁵⁶	Debitoren der Banken *	Geldversorgung *
	Index (1. Quartal 1963 = 100)	
1. Quartal 1963	100	100
2. Quartal 1963	105	103
3. Quartal 1963	107	104
4. Quartal 1963	112	111

* Auf Grund der Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank.

¹⁵⁷ Vgl. S. 37.

¹⁵⁸ Vgl. Fig. (21), S. 51.

¹⁵⁹ Vgl. S. 37.

¹⁶⁰ Vgl. S. 45.

Die Weisung der Nationalbank, wonach ausländische Guthaben wieder im Ausland anzulegen seien¹⁶¹, lässt darauf schliessen, dass die Bankendebitoren teilweise auch aus ausländischem Kapital bestehen. Es scheint nun möglich, dass es dieses Auslandsgeld war, welches über eine Verringerung der Bankendebitoren in die Schweiz zurückkehrte.

Ähnlich verhält es sich mit den Verkäufen amerikanischer Wertschriften. Auch hier wurde darauf hingewiesen, dass ein Teil der früheren Effektenkäufe wohl auf schweizerischen Namen, jedoch für ausländische Rechnung getätigt worden sein muss¹⁶². Demnach ist es denkbar, dass die ausländischen Eigentümer ihre Wertschriften in den Vereinigten Staaten verkauften und den Erlös – unter schweizerischem Namen – in der Schweiz investierten.

Auch die Kapitalimporte aus Italien, die zum Teil allerdings von Repatriierungen herrühren, bestehen wohl weitgehend aus italienischem Fluchtkapital. Der Kapitalzufluss hatte schon lange vor dem Kreditbeschluss eingesetzt.

Die These des heimlichen Kapitalimportes wird auch durch die Entwicklung der Position Unerfassbare Kapitalbewegungen gestützt. Diese Position besteht nicht nur aus Fluchtkapital, sondern sie enthält auch Gelder, welche eigentlich in die Kapitalverkehrsbilanz gehören¹⁶³. Sodann konnte auch festgestellt werden, dass die Massnahmen des Bundesrates zur Eindämmung des Zustroms an Auslandsgeldern, soweit sie in die Position Unerfassbare Kapitalbewegungen fielen, erfolgreich waren¹⁶⁴. Daraus lässt sich folgern, dass diese Position praktisch keine Auslandsgelder mehr enthält. Die dort noch aufgeführten Kapitalbewegungen sind vermutlich jene, welche eigentlich in die Kapitalverkehrsbilanz gehörten. Dem Kapitalexport unter der Position Unerfassbare Kapitalbewegungen stehen jedoch massive Kapitalimporte in der Kapitalverkehrsbilanz gegenüber. Beide Positionen bestünden nunmehr aus der gleichen Art Kapital. Der entgegengesetzte Verlauf der Kapitalbewegungen lässt aber darauf schliessen, dass der Zustrom von echtem Auslandsgeld nicht abgebremst werden konnte. Dieses verlagerte sich vielmehr in die Kapitalverkehrsbilanz, welche deshalb auch Fluchtkapital enthält. Da Kapitalimporte unter der Position Unerfassbare Kapitalbewegungen unterbunden werden konnten, diese aber durch in die Kapitalverkehrsbilanz eingeflossene Gelder ersetzt wurden, änderte sich an den Kapitalbewegungen gesamthaft nichts. Unterschiedlich sind lediglich die Positionen, unter welchen die Kapitalimporte erfasst werden.

Wenn auch die Entwicklung der Kapitalverkehrsbilanz einerseits und der Unerfassbaren Kapitalbewegungen andererseits die These des heimlichen Kapitalimportes unterstützt, so kann eine solche Entwicklung mangels ausreichender Unterlagen nicht schlüssig nachgewiesen werden. Für die Entwicklung der schweizerischen Binnenkonjunktur ist dies von untergeordneter Bedeutung. So oder so bleibt der Kapitalmarkt von ausländischen Kapitalzuflüssen nicht verschont. Abschliessend soll auf die Wirksamkeit des Kreditbeschlusses eingetreten werden, soweit davon Auslandsgelder berührt wurden. Die Art des Kapitalimportes spielt dabei keine Rolle.

¹⁶¹ Vgl. S. 37.

¹⁶² Vgl. S. 40.

¹⁶³ Vgl. S. 47.

¹⁶⁴ Vgl. S. 51.

Beurteilung des Kreditbeschlusses und Möglichkeiten zum Ausgleich der Kapitalbilanz

Der Kreditbeschluss konnte, zumindest bis Ende 1964, die Kapitalimporte nicht genügend einschränken. Er blieb somit in dieser Beziehung unwirksam. Selbst wenn man annimmt, der Zustrom von echten Auslandsgeldern habe abgebremst werden können, ändert sich an dieser Sachlage nichts. Zwar gefährdet kurzfristiges Kapital – und um solches handelt es sich bei den Unerfassbaren Kapitalbewegungen weitgehend – wegen seiner Unberechenbarkeit eine jede Wirtschaft. Wichtiger aber ist, dass die unerwünschte Entwicklung der Kapitalverkehrsbilanz quantitativ weit mehr ins Gewicht fällt. Der von dieser Seite ausgehende Inflationsauftrieb blieb ungebrochen. Daran ändert sich auch dann nichts, wenn an der Repatriierungsthese festgehalten wird. Abgesehen von der Überfremdungsgefahr sind die Auswirkungen auf die schweizerische Wirtschaft die selben, ob es sich nun um schweizerisches oder um ausländisches Kapital handelt¹⁶⁵.

Solange der Kapitalimport nicht gesamthaft abgebremst werden kann, sind sämtliche Massnahmen gegen eine einzelne Kategorie von Kapitalbewegungen nutzlos¹⁶⁶. Die durch die Teuerungskämpfung angewandte selektive Beschränkung von Kapitalimporten hat der schweizerischen Wirtschaft – ganz abgesehen von den psychologischen Auswirkungen – sogar geschadet.

Bei der Besprechung der einzelnen Positionen wurde jedesmal darauf hingewiesen, in welchen Fällen ausländisches Kapital reexportiert worden ist. Es waren dies der Kapitalverkehr mit Italien, die Bankendebitoren, die Auslandsanleihen sowie die Effektenkäufe in den Vereinigten Staaten und in der Bundesrepublik. Dieser Kapitalreexport wurde nun dadurch unterbunden, dass die ausländischen Kapitalien gar nicht mehr importiert werden konnten. Zudem haben vermutlich ausländische Kapitalgeber Kapital in der Schweiz zurückbehalten, welches eigentlich für einen späteren Reexport bestimmt gewesen wäre. Die Schweiz büsste somit weitgehend ihre Bedeutung als Drehscheibe des internationalen Kapitals ein. Massnahmen gegen Kapitalbewegungen können solange nicht erfolgreich sein, als man über die Zusammenhänge der einzelnen Kapitalarten nichts genaueres weiss. Zwar ist der anvisierte Kapitalimport (Unerfassbare Kapitalbewegungen) tatsächlich zum Stillstand gekommen, doch wurde er durch Repatriierungen oder durch heimliche Kapitalimporte mehr als aufgewogen. Die Entwicklung der Kapitalverkehrsbilanz verlief den Bemühungen von Bund und Nationalbank sogar diametral entgegen.

Wenn zudem die These, der Kreditbeschluss sei umgangen worden (heimliche Kapitalimporte) richtig ist, so nützen auch partielle Kontrollen nicht viel. Erforderlich sind dann vielmehr Kontrollen, welche die Einhaltung allfälliger Beschlüsse insgesamt gewährleisten. Damit sei keineswegs behauptet, solche Kontrollen wären wünschbar; vielmehr sprechen triftige Gründe dagegen.

Aber auch mit dem bestehenden Instrumentarium hätte es Mittel und

¹⁶⁵ gl. M. Bund, 1965, 43, «Unverminderter Kapitalimport – trotz Kreditbeschluss», wo ausgeführt wird: «Indem man die eine Quelle der importierten Inflation verstopfte, ist nämlich die andere Quelle des Kapitalimportes, die in der Repatriierung schweizerischer Kapitalien besteht, plötzlich zu einem Strom angewachsen».

¹⁶⁶ Die NZ, 1965, 93, «Sparlücke», äussert sich z. B.: «Die Abwehr von Auslandsgeldern ist somit ein Schlag ins Wasser gewesen».

Wege gegeben, den unerwünschten Kapitalimport zu verhindern. Hierzu wäre es allerdings erforderlich gewesen, das Problem von einer ganz anderen Seite anzupacken. Der Kreditbeschluss sollte eine weitere Aufblähung der Währungsreserven und die dadurch bedingten inflationären Auswirkungen verhindern. Statt nun den Kapitalimport zu behindern, hätte man den Kapitalexport fördern müssen. Statt z. B. eine Sperre für Auslandsemissionen zu errichten, hätten diese im Gegenteil so weit als möglich gefördert werden müssen. Wohl hätte dies einen ausgeprägteren Anstieg des schweizerischen Zinsniveaus zur Folge gehabt. Wäre die Kapitalimportsperrre aber erfolgreich gewesen, so hätte ebenfalls eine merkliche Verknappung am Kapitalmarkt eingesetzt. Es ist jedoch letzten Endes unerheblich, ob eine Zinssatzerhöhung durch geringeren Kapitalimport oder aber durch grösseren Kapitalexport entsteht.

Zudem muss das Bestreben, den Zinssatz am Steigen zu hindern, als fragwürdig bezeichnet werden. Steigende Zinssätze wirken auf den Wirtschaftsprozess kontraktiv. Somit wäre auch von dieser Seite her die Inflation gedämpft worden.

Abschliessend kann festgestellt werden, dass dirigistische Massnahmen gegen Kapitalbewegungen nutzlos, unter Anrechnung der psychologischen Faktoren sogar schädlich sind. Überdies bestehen in der Schweiz weder die notwendigen statistischen Unterlagen, noch die Eingriffsmöglichkeiten¹⁶⁷, welche die Durchführung der Beschlüsse gewährleisten könnten. Erfolg verspricht vielmehr nur eine Politik, welche versucht, herrschende Gegenströmungen zu fördern. Für die Schweiz im Jahr 1964 (auch schon 1963) hätte demnach vermehrter Kapitalexport eher zum Ziel geführt, als verminderter Kapitalimport.

Nachdem bis anhin der Verlauf der Kapitalbewegungen besprochen worden ist, sei im folgenden untersucht, ob konkrete längerfristige Faktoren diesen Verlauf bestimmen. Eine solche Grösse könnte der Zinssatz darstellen. Allerdings beeinflussen umgekehrt die Kapitalbewegungen ihrerseits den Zinssatz. Schliesslich wirkt sich auch die Binnenkonjunktur (Kreditnachfrage) auf den Zinssatz aus. Im folgenden Kapitel wird deshalb versucht, gewisse Zusammenhänge zwischen diesen Grössen für die Schweiz herauszuarbeiten. Auf theoretische Grundlagen wird dabei nicht eingegangen¹⁶⁸.

¹⁶⁷ Bei diesen Eingriffsmöglichkeiten ist überdies zu bedenken, dass sie den ersten Schritt zur Devisenbewirtschaftung darstellen.

¹⁶⁸ Für die theoretischen Zusammenhänge vgl. BÖHM-BAWERK, EUGEN VON: *Gesammelte Schriften*, Band 2: *Kapital und Zins* (Wien/Leipzig, 1926); IVERSEN, CARL: *International Capital Movements* (Copenhagen/London, 1936), 2nd edition; KEYNES, JOHN MAYNARD: *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London 1936); KINDLEBERGER, CH.: *International Economics* (Homewood 1953); MEADE, G. F.: *The Balance of Payments* (London, New York, Toronto 1951); NURKSE, RAGNAR: *Ursachen und Wirkungen der Kapitalbewegungen*, in: *Zeitschrift für Nationalökonomie* (1935), Nr. 86.

4. Kapitel

Kapitalbewegungen, Zinssatz und Binnenkonjunktur in der Schweiz 1957–1964

Bevor auf die Entwicklung dieser Faktoren in den erwähnten Jahren eingetreten werden kann, seien einige Begriffe erläutert.

Vorbemerkungen

Nicht alle Kapitalarten reagieren auf das internationale Zinsgefälle und sind somit zinselastisch. Es seien im folgenden die verschiedenen Ursachen erwähnt, welche Kapitalbewegungen verursachen können.

A. Ursachen für Kapitalbewegungen

Entgegen klassischen theoretischen Annahmen reagiert in der Praxis nur ein Teil des Kapitals auf unterschiedliche Zinssätze im In- und Ausland. Trotz hohem negativem Zinsgefälle war gerade die Schweiz gegenüber dem Ausland oft Ziel gewaltiger Kapitalwanderungen¹⁶⁹. Folglich haben neben den Zinssätzen auch andere Momente einen Einfluss auf die Kapitalbewegungen¹⁷⁰.

Tatsächlich muss genau unterschieden werden zwischen zinselastischem und zinsunelastischem Kapital. Zinsunelastisches Kapital nimmt keine Rücksicht auf das internationale Zinsgefälle. Unter zinsunelastisches Kapital fallen hot money und Fluchtkapital, wobei sich diese beiden Begriffe bisweilen überschneiden. In der vorliegenden Arbeit wird hot money als Spekulationsgeld definiert¹⁷¹.

Vielfach spekulieren Kapitalhalter auf die Veränderung bestimmter Währungsparitäten. Sie transferieren ihr Kapital in das Land, in welchem sie eine Aufwertung vermuten, bzw. aus dem Land, in welchem eine Abwertung droht. Demgegenüber werden Fluchtgelder aus wirtschafts-, aussen- oder innenpolitisch gefährdeten Gebieten evakuiert, um die Kapitalien, bzw. die Verfügbarkeit darüber zu retten.

Das niedrige schweizerische Zinsniveau wird zudem durch verhältnis-

	1957	1958	1959	1960	1961	1962	1963	1964
¹⁶⁹ Zinsgefälle gegenüber dem Ausland (Durchschnittliches Jahresgefälle in %) — 1,42 — 1,84 — 1,80 — 2,22 — 2,43 — 2,10 — 1,95 — 1,50								
Kapitalverkehr + 0,32 + 0,09 — 1,37 + 0,92 + 1,82 + 0,29 + 2,41 + 3,27 (Mrd. Franken)								

¹⁷⁰ Vgl. hierzu KÜNG, *Zahlungsbilanzpolitik*, 33: «So kommt es denn, dass in einem Jahrhundert, das innert kurzer Zeit zwei Weltkriege und einen kalten Krieg, eine tiefgreifende Weltwirtschaftsdepression, das Überhandnehmen des ökonomischen Nationalismus und die weitverbreitete Einschränkung des internationalen Zahlungsverkehrs erlebt hat, die Kreditgeber viel weniger als früher geneigt sind, zahlungsbilanzkranken Ländern Darlehen einzuräumen, auch wenn dort die Marktzinssätze erheblich über dem anderswo bestehenden Niveau liegen».

¹⁷¹ Vgl. S. 49 f.

mässig günstige Steuersätze und durch das Bankgeheimnis unter Umständen mehr als aufgewogen. Gerade das Bankgeheimnis wird im Ausland oft als Hauptursache für den grossen Kapitalzustrom in die Schweiz angesehen.

Wenn somit die Ansicht IVERSENS¹⁷²: «Supposing the costs of international capital transfer to remain constant, the most important 'cause' of such transfers is to be found in increases in the differences between interest rates in different countries» heute nicht mehr ganz zutrifft, so ist doch unbestreitbar, dass dem Zinssatz bei der Regulierung von Kapitalbewegungen eine wesentliche Bedeutung zukommt.¹⁷³

B. Die Auswirkungen des zinsunelastischen Kapitals auf den Zinssatz

Zinsunelastisches Kapital kann den Zinssatz massgeblich beeinflussen. So führten z.B. in der Schweiz die massiven Kapitalzuflüsse von Ende 1959 bis Mitte 1961 dazu, dass der Zinssatz, ungeachtet des Wirtschaftsaufschwungs, ständig sank.

Allerdings haben im Prinzip auch die Bewegungen des zinselastischen Kapitals die selben Auswirkungen. Auch sie beeinflussen das Kapitalangebot. Dabei muss aber beachtet werden, dass das zinselastische Kapital eine wirtschaftliche Funktion erfüllt. Der Kapitalzustrom wird nur so lange andauern, als ein Zinsgefälle besteht. – Im folgenden soll untersucht werden, ob in der Schweiz zinselastisches und zinsunelastisches Kapital voneinander unterschieden werden können.

C. Zinselastisches und zinsunelastisches Kapital in der schweizerischen Zahlungsbilanz

Bis Mitte 1962 enthielt die schweizerische Kapitalverkehrsbilanz hauptsächlich zinselastisches, die Unerfassbaren Kapitalbewegungen vorwiegend zinsunelastisches Kapital¹⁷⁴. Diese These lässt sich bis Mitte 1962 vertreten¹⁷⁵. Im April 1962 schloss jedoch die Schweizerische Nationalbank mit allen Banken, deren Bilanzsumme 10 Mio. Franken überschritt, ein Gentlemen's Agreement ab¹⁷⁶. Dieses Abkommen richtete sich in erster Linie gegen einen übermässigen Konjunkturaufschwung und nicht gegen den Kapitalimport. Dessen ungeachtet konnten die Ausländer nunmehr ihr Kapital aber nicht mehr vollständig frei anlegen. Deshalb liegt die Vermutung nahe, seither habe eine Vermischung von zinselastischem und zinsunelastischem Kapital begonnen¹⁷⁷.

Diese Ansicht wird durch den weiteren Verlauf der Unerfassbaren Kapitalbewegungen und der Kapitalverkehrsbilanz bis 1964 bestätigt¹⁷⁸. Besonders im Jahr 1964 erinnert der Verlauf der Kapitalverkehrsbilanz auffallend an jenen der Unerfassbaren Kapitalbewegungen im Jahr 1961.

¹⁷² IVERSEN, 127.

¹⁷³ Vgl. BLOCHOWITZ, 99f.

¹⁷⁴ Vgl. S. 50.

¹⁷⁵ Vgl. Fig. II und Fig. III, S. 70.

¹⁷⁶ Vgl. S. 56.

¹⁷⁷ Vgl. S. 64.

¹⁷⁸ Vgl. Anhang 2 (20) Kapitalverkehrsbilanz und (21) Unerfassbare Kapitalbewegungen sowie Fig. (20), S. 48, und Fig. (21), S. 51.

Gesah die Verschiebung von zinsunelastischem Kapital in die Kapitalverkehrsbilanz vorerst nur allmählich, so wurde dieser Prozess durch den Kreditbeschluss wesentlich verschärft. Die Folge war ein, in diesem Ausmass neuer, Nettokapitalexport unter der Position Unerfassbare Kapitalbewegungen.

Das zinsunelastische Kapital hat zwar einen Einfluss auf die Zinsgestaltung, doch erfolgen massive Bewegungen zinsunelastischen Kapitals zeitlich begrenzt. Sie sind die Reaktion auf zumeist politische (ausser-, innen- oder währungspolitische), ausserordentlich tiefgreifende Ereignisse. Somit muss der Zinssatz noch von einer anderen Seite aus beeinflusst werden. Ein solcher Einfluss geht von der Nachfrageseite des Kapitalmarktes aus, mithin von der Binnenkonjunktur.

D: Der Einfluss der Binnenkonjunktur auf den Zinssatz

Im Konjunkturaufschwung wird vermehrt Kapital nachgefragt, während umgekehrt in der Rezession die Kapitalnachfrage sinkt¹⁷⁹. Der Zinssatz wird deshalb von der Konjunktur massgeblich beeinflusst. Allerdings kann umgekehrt auch die Binnenkonjunktur vom Zinssatz abhängig sein. Wenn die Nachfrage nach Investitionsgütern zinselastisch ist, wird eine Zinssatzsteigerung zu einem Rückgang an Investitionen führen. Dadurch erfolgt eine Konjunkturdrosselung. Umgekehrt werden, *ceteris paribus*, sinkende Zinssätze einen konjunkturellen Aufschwung hervorrufen¹⁸⁰.

Allerdings kann ein Unternehmer auch dann zu Investitionen gezwungen werden, wenn der Zinssatz massiv steigt. Dies trifft z. B. zu, wenn Konkurrenzunternehmen investieren und somit den Unternehmer ebenfalls zu Investitionen zwingen. Auch mag der in Rechnung gestellte Gewinn verlockender sein, als die kostenerhöhende Zinssatzsteigerung. Zudem kann ein steigender Zinssatz geradezu weitere Investitionen veranlassen. Die Unternehmer werden möglicherweise damit rechnen, dass die Steigerung anhält. Umgekehrt kann ein sinkender Zinssatz zu einem Rückgang an Investitionen führen, da die Unternehmer hoffen, zu einem späteren Zeitpunkt in den Genuss von noch tieferen Zinssätzen zu geraten. Schliesslich sei noch erwähnt, dass die Investitionen zum grössten Teil durch Selbstfinanzierung getätigt werden und somit partiell weniger von Zinssatzveränderungen abhängig sind. Die Auswirkungen des Zinssatzes auf die Binnenkonjunktur dürfen deshalb nicht überschätzt werden¹⁸¹.

Allerdings können autonome Massnahmen, wie z. B. Diskontsatzänderungen, die Konjunktur beeinflussen, doch handelt es sich dann um einmalige, gezielte Eingriffe. Abgesehen davon, dass von einer solchen Massnahme auch psychologische Auswirkungen ausgehen, kann mit ihr das angestrebte Ziel oft nur erreicht werden, wenn sie massiv eingesetzt wird.

Als Index für die Konjunktorentwicklung wurde die Entwicklung der Importe benutzt. Da die Schweiz über keine Rohstoffe verfügt, ist unsere Industrie beinahe vollständig von Rohstoffimporten abhängig. Der grosse Vorzug dieses Indexes liegt darin, dass er rasch auf Konjunkturveränderungen reagiert¹⁸². Zudem besteht er für die gesamte Periode 1957–1964

¹⁷⁹ Vgl. NIEHANS, 582.

¹⁸⁰ Vgl. KEYNES, 217.

¹⁸¹ gl. M. ANDERMATT, 14f.

¹⁸² Vgl. NZZ, 1966, 398, *Die schweizerische Ertragsbilanz im Jahre 1965*.

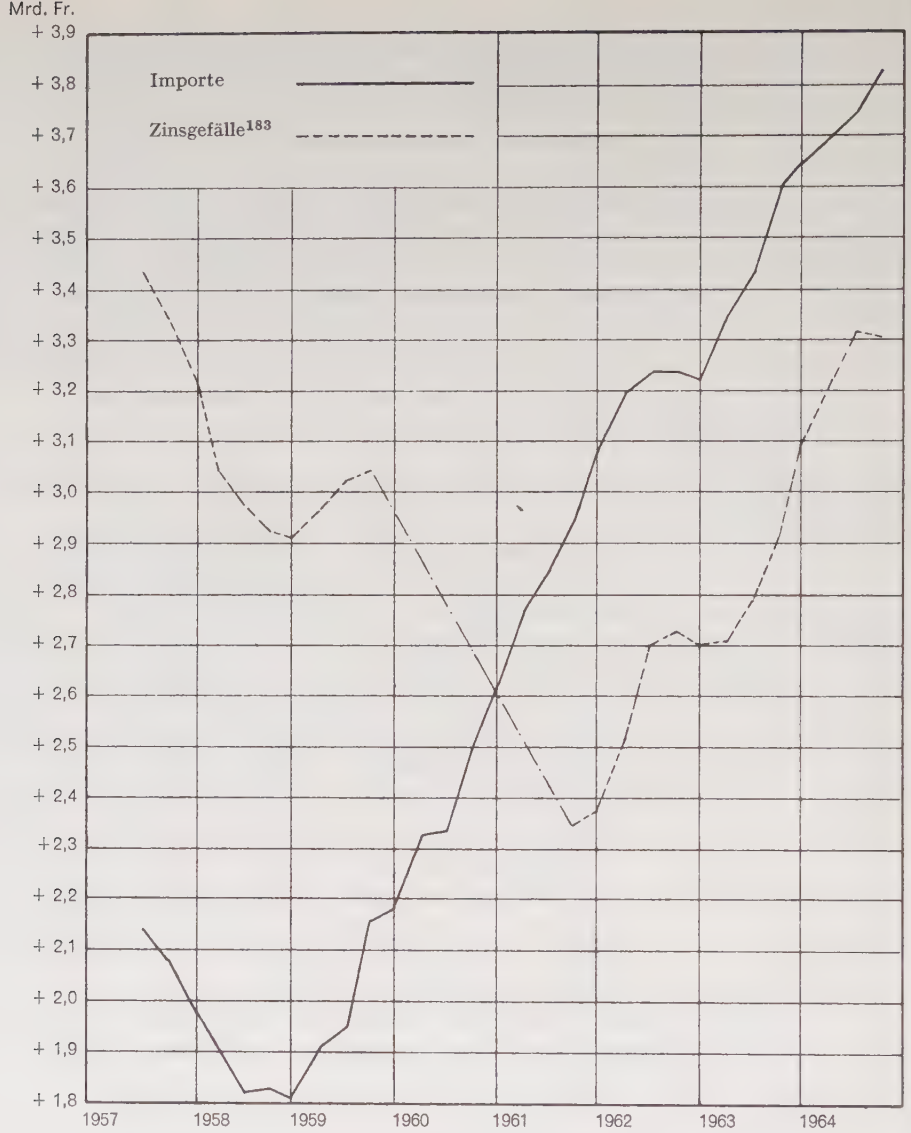


Fig. (II) Konjunktur und Zinsgefälle gegenüber dem Ausland

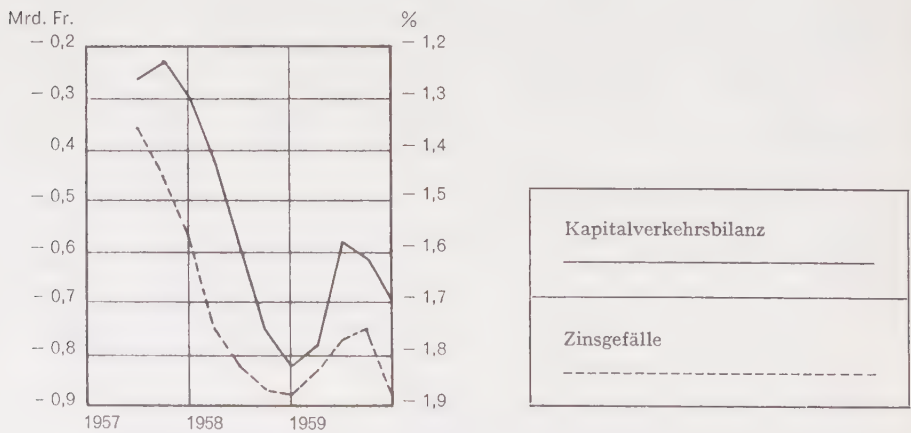


Fig. III Kapitalverkehrsbilanz und Zinsgefälle gegenüber dem Ausland

auf Quartalsbasis, was bei keinem anderen schweizerischen Konjunkturindikator der Fall ist. – Zum Abschluss sei nun versucht, die Zusammenhänge zwischen Binnenkonjunktur, Zinssatz und Kapitalbewegungen in der Schweiz für die Jahre 1957–1964 herauszuarbeiten.

Die Zusammenhänge zwischen Kapitalbewegungen, Zinssatz und Binnenkonjunktur von 1957 bis 1964

Das schweizerische Zinsgefälle gegenüber dem Ausland vergrösserte sich von Anfang 1957 bis Ende 1958 von $-1,36\%$ auf $-1,88\%$ ¹⁸⁴. Diese Zinsverminderung dürfte vor allem mit dem Konjunkturrückgang erklärt werden (Rückgang der Importe von 2,08 auf 1,81 Mrd. Franken)¹⁸⁵.

Zudem verwandelte sich das Defizit der Ertragsbilanz in einen Überschuss¹⁸⁶, so dass eine Verflüssigung des Kapitalmarktes eintrat. Diese Verflüssigung wurde durch die Rückzahlung von Bundesanleihen weiter gefördert¹⁸⁷.

1959 ist ein Aufschwung der schweizerischen Binnenkonjunktur festzustellen (Steigerung der Importe von 1,81 auf 2,15 Mrd. Franken¹⁸⁸). Ferner stellte die Eidgenossenschaft die Rückzahlung von Bundesanleihen ein¹⁸⁹. Aus diesen Gründen verringerte sich das Zinsgefälle von $-1,88\%$ bis zum 3. Quartal 1959 auf $-1,75\%$ ¹⁸⁵. Hingegen wirkte sich die Reduktion des schweizerischen Diskont- und des Lombardsatzes von $2\frac{1}{2}\%$ auf 2% bzw. von $3\frac{1}{2}\%$ auf 3% (26. Februar 1959) nicht sichtbar aus. Die Schweizerische Nationalbank begründete ihre Massnahme damit, dass sie den Kontakt mit dem Markt nicht verlieren wollte¹⁸⁹. Dieses Argument mutet wenig stichhaltig an, näherte sich doch der schweizerische Zinssatz zu dieser Zeit seinerseits dem Diskontsatz. Die Diskontsatzsenkung scheint andererseits den Konjunkturaufschwung begünstigt zu haben (erstmalige massive Importzunahme seit 1957¹⁸⁵. Dies beabsichtigte aber die Nationalbank, laut eigenen Angaben, nicht¹⁹⁰. Die Entwicklung des Zinsgefälles von 1957 bis zum 3. Quartal 1959 ist weitgehend auf den Einfluss der Binnenkonjunktur zurückzuführen. Eine Korrelationsrechnung zwischen den Importen und dem Zinsgefälle ergibt für diesen Abschnitt den Koeffizienten 0,95¹⁹¹.

Recht eindrücklich fällt auch die Korrelationsrechnung zwischen Zinsgefälle und Kapitalverkehrsbilanz aus¹⁹². Der Korrelationskoeffizient be-

¹⁸³ Arithmetisches Mittel zwischen dem schweizerischen Zinssatz (Rendite von 12 Anleihen des Bundes und der Bundesbahnen; Monatsbulletin der SNB, Tabelle 23) einerseits und der Obligationenrendite in der Bundesrepublik (Anleihen der öffentlichen Hand; SNB, 22), in Grossbritannien ($2\frac{1}{2}\%$ Consols; SNB, 27) und in den Vereinigten Staaten (Treasury Bonds; SNB 27) andererseits. Alle Werte, auch die Importe, stellen gleitende Mittel dar (drei Quartale). Vom 3. Quartal 1959 bis zum 3. Quartal 1961 wurde das Zinsgefälle nicht durch den Konjunkturverlauf beeinflusst.

¹⁸⁴ Vgl. Fig. II, S. 70.

¹⁸⁵ Vgl. Fig. II, S. 70.

¹⁸⁶ Vgl. Anhang 2, (9) Ertragsbilanz, und Fig. (9), S. 34.

¹⁸⁷ Vgl. SNB, 1958, 24.

¹⁸⁸ Vgl. SNB, 1959, 21.

¹⁸⁹ Vgl. SNB, 1959, 5.

¹⁹⁰ Vgl. SNB, 1959, 5.

¹⁹¹ Bei allen Korrelationskoeffizienten ist zu beobachten, dass das Zinsgefälle – mangels Unterlagen – ein ungewogenes arithmetisches Mittel zwischen dem schweizerischen Zinssatz einerseits sowie dem amerikanischen, deutschen und englischen Zinssatz andererseits darstellt. Die tatsächlichen Korrelationen dürften deshalb überall noch bedeutend enger als errechnet sein. Die Vertrauensgrenzen sind somit in allen Fällen als erreicht zu betrachten.

¹⁹² Vgl. Fig. III, S. 70.

trägt 0,91 mit einem «lag» von einem Quartal. Dies bestätigt die Ansicht, die Kapitalverkehrsbilanz enthalte vor allem zinselastisches Kapital¹⁹³. Diese Kapitalexporte, zusammen mit dem Konjunkturaufschwung, hätten unweigerlich zu einem beschleunigt ansteigenden schweizerischen Zinssatz führen müssen. Die Folge wäre eine Konjunkturdrosselung gewesen. Tatsächlich sank aber der Zinssatz von 3,22% (Ende 1959) auf 2,93% (2. Quartal 1961)¹⁹⁴. Dies ist umso bemerkenswerter, als die Kapitalverkehrsbilanz für die betreffende Periode ein aufaddiertes Defizit von ungefähr 4 Mrd. Franken auswies¹⁹⁵. Dementsprechend nahm auch der Konjunkturaufschwung ausgeprägte Formen an, stiegen doch die Importe in diesen 1½ Jahren von 2,19 Mrd. Franken auf 2,95 Mrd. Franken¹⁹⁶. Die Ursache für diese Entwicklung liegt in Veränderungen bei den Unerfassbaren Kapitalbewegungen. Unter dieser Position strömten mehr als 6,5 Mrd. Fr.¹⁹⁷ Fluchtgelder in die Schweiz ein. Tatsächlich stieg der Zinssatz unter dem Druck des nach wie vor ungebrochenen Konjunkturaufschwunges, als der Zustrom an Fluchtgeldern ab 3. Quartal 1961 zurückging.

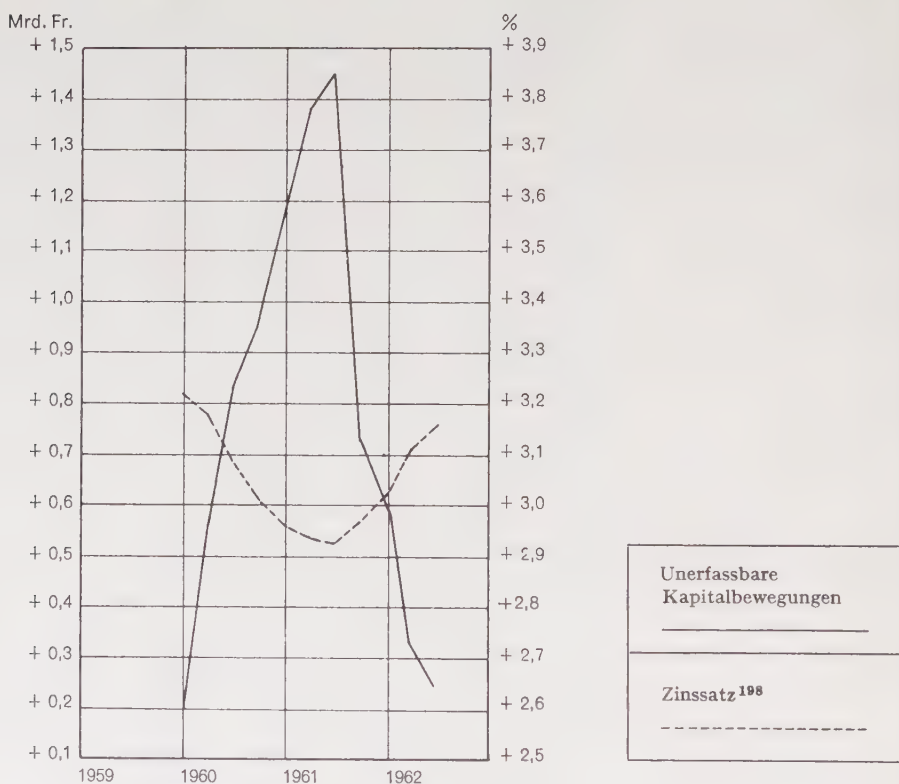


Fig. IV Unerfassbare Kapitalbewegungen und Zinssatz

¹⁹³ Vgl. S. 49 und 68.

¹⁹⁴ Vgl. Fig. IV.

¹⁹⁵ Vgl. Anhang 2, (20) Kapitalverkehrsbilanz.

¹⁹⁶ Vgl. Fig. II, S. 70.

¹⁹⁷ Vgl. Fig. IV.

¹⁹⁸ Hier wurde effektiv auf den Zinssatz und nicht auf das Zinsgefälle abgestellt. Da das unelastische Kapital von allen anderen Kapitalmärkten (auch von den hier nicht erfassten) in die Schweiz einfluss, wurde der schweizerische Zinssatz davon stärker beeinflusst als das Zinsgefälle. Während nämlich die Schweiz überwiegend unter dem Einfluss dieser zinsunelastischen Kapitalien stand, war dies im Ausland wesentlich weniger der Fall.

Somit dürfte erwiesen sein, dass der Zinssatz von 1960 bis Mitte 1962 durch die Kapitalbewegungen des zinsunelastischen Fluchtgeldes massgeblich beeinflusst wurde. Eine Korrelationsrechnung zwischen Zinssatz und Unerfassbaren Kapitalbewegungen ergibt den recht hohen Koeffizienten von $-0,94^{197}$.

Ab Mitte 1961 förderte auch der anhaltende Konjunkturaufschwung den Zinsanstieg. Seit dem 3. Quartal 1961 lässt sich eine deutlich erkennbare Korrelation zwischen den Importen und dem Zinsgefälle feststellen¹⁹⁹; der Korrelationskoeffizient beträgt $0,98^{200}$.

Da seit ungefähr dem 2. Quartal 1962 – Verschärfung und Erweiterung der schon bestehenden Gentlemen's Agreements²⁰¹ – eine Trennung zwischen zinselastischem und zinsunelastischem Kapital nicht mehr möglich war²⁰², wurde für die letzte Periode das Total der Kapitalbewegungen dem Zinsgefälle gegenübergestellt²⁰³. Aus dem Verlauf der Kurven lässt

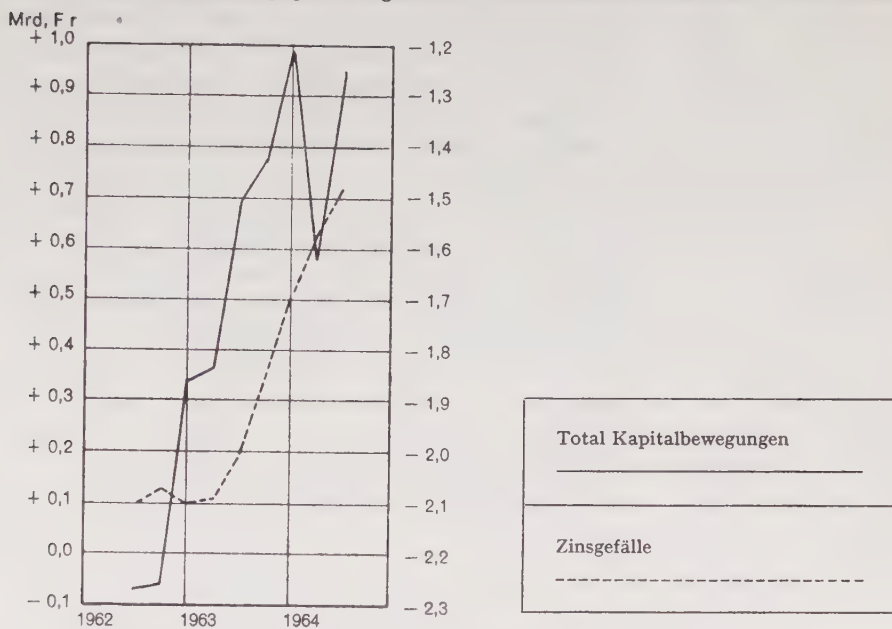


Fig. V Total Kapitalbewegungen und Zinsgefälle gegenüber dem Ausland

¹⁹⁹ Vgl. Fig. II, S. 70.

²⁰⁰ ERBE, *Information*, 11 f., meint zur Entwicklung des Zinssatzes in diesem letzten Zeitabschnitt: «Die Verknappungstendenzen auf dem (schweizerischen) Geld- und Kapitalmarkt sind ganz eindeutig eine Folge der überbordenden Wirtschaftskonjunktur, welche der Schweiz in den vergangenen Jahren eine der höchsten Wachstumsraten der westlichen Welt beschert hat. Solange diese rasche Expansion durch einen massiven Zustrom von Auslandsgeld finanziert werden konnte, blieben zumindest die langfristigen Zinssätze stabil... Um die Mitte des Jahres 1963 herum kamen auch die langfristigen Zinssätze in Bewegung. Das unerhört rasche Ansteigen des Emissionsbedarfs, die weitere Verschärfung des Handelsbilanzdefizites und das Abklingen des Kapitalzustroms aus dem Ausland (ein Abklingen des Kapitalzustroms kann in der vorliegenden Untersuchung allerdings nicht festgestellt werden; Verf.) waren verantwortlich dafür, dass der langfristige Zinssatz, gemessen an der Rendite der Staatsobligationen, innert eines Jahres von etwas über 3% auf nahezu 4% kletterte. Das behördliche Konjunkturdämpfungsprogramm, das sich bekanntlich zu einem grossen Teil auf währungspolitische Massnahmen stützt, hat zweifellos einen gewissen Beitrag an die Kreditverknappung geleistet. Von entscheidender Bedeutung dürfte es aber nicht gewesen sein, es waren vielmehr die Marktkräfte, welche für die Entwicklung auf dem schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt verantwortlich gewesen sein dürften.»

²⁰¹ Vgl. S. 61.

²⁰² Vgl. S. 68.

²⁰³ Vgl. Fig. V.

sich herauslesen, dass der Zustrom an zinsunelastischem Kapital nicht mehr wesentlich zunahm, oder sich dann in der selben Richtung wie die Kapitalverkehrsbilanz bewegte. Eine Korrelationsrechnung ergibt den Koeffizienten von 0,92, wiederum mit einem «lag» von einem Quartal. Allerdings dürfen über die Zusammenhänge zwischen Zinssatz, Binnenkonjunktur und Kapitalbewegungen keine simplifizierende Schlüsse gezogen werden, da die Zusammenhänge allzu komplex sind. Sehr oft wird eine Variable nicht nur von einer einzigen Komponente abhängen. Sekundäre Einflüsse und kurzfristige Entwicklungen können möglicherweise bewirken, dass die ursprünglichen Faktoren kompensiert oder sogar übertroffen werden.

Immerhin verdient es festgehalten zu werden, dass der schweizerische Zinssatz von 1957–1964 hauptsächlich auf Veränderungen der Binnenkonjunktur reagierte. Nur gerade der massive Zustrom von Fluchtgeldern setzte diesen Mechanismus während $1\frac{1}{2}$ Jahren ausser Kraft. Allerdings geschah dies in einer für die schweizerische Wirtschaft ausserordentlich wichtigen Periode. Ohne diese Zuflüsse, welche den Zinssatz auf ein ungewöhnlich tiefes Niveau drückten, wäre wahrscheinlich der Konjunkturaufschwung in den Jahren 1962–1964 weniger stürmisch ausgefallen.

Der schweizerische Zinssatz muss zukünftig keineswegs durch den Verlauf der Binnenkonjunktur geprägt sein. Es darf nicht vergessen werden, dass z. B. beträchtliche Mengen an Fluchtgeld nach wie vor in der Schweiz liegen, die jederzeit aus unserem Land abgezogen werden können. Fällt dieser Kapitalexport in eine Phase der Rezession, so besteht die Gefahr äusserst unliebsamer Folgen (Depression).

In der Schweiz wird wohl eine Ertragsbilanz veröffentlicht, jedoch keine Zahlungsbilanz. Somit werden die Kapitalbewegungen statistisch nicht erfasst. Für die Schweiz fällt diese Lücke besonders stark ins Gewicht, betrug doch z.B. das Ertragsbilanzdefizit im 4. Quartal 1964 knapp 400 Mio. Franken, während der Kapitalverkehr mit einem Überschuss von mehr als 1,5 Mrd. Franken schloss. Die Ertragsbilanz machte volumenmässig lediglich etwas mehr als 25% der Kapitalbewegungen aus. Die Kapitalbewegungen verwandelten überdies das Defizit der Ertragsbilanz in einen Überschuss.

Anhand der Währungsreservenveränderungen kann zwar ein ungefährer Überblick über die Kapitalbewegungen gewonnen werden. Da jedoch window dressing und Special Transactions die Währungsreserven verfälschen, wird das Bild oft verzerrt. So nahmen die Währungsreserven z.B. im 1. Quartal 1964 um 1,4 Mrd. Franken ab, während es nach Berücksichtigung der Korrekturen lediglich 120 Mio. Franken waren.

Solange über die Kapitalbewegungen derart wenig bekannt ist, kann das Zahlungsbilanzschema des Internationalen Währungsfonds nicht im Detail übernommen werden. Statt dessen wurde – gezwungenermassen – lediglich die Unterscheidung zwischen «Erfassbaren» (Kapitalverkehrsbilanz) und «Unerfassbaren Kapitalbewegungen» gemacht. Dabei wurde angenommen, die in der Kapitalverkehrsbilanz zusammengefassten Kapitalbewegungen seien – im Gegensatz zu den «Unerfassbaren Kapitalbewegungen» – zinselastisch. Diese Unterscheidung liess sich jedoch nur anfänglich aufrecht erhalten. Ab 1962, spätestens aber seit Einführung des Kreditbeschlusses 1964, geriet zuvor unerfassbares Kapital in die Kapitalverkehrsbilanz. Somit wurde diese Unterscheidung am Ende der untersuchten Periode illusorisch.

Der Erfolg des Kreditbeschlusses, soweit mit ihm den Kapitalimporten Einhalt geboten werden sollte, war im Jahre 1964 gering. Zwar weiss man nicht, ob der Kapitalimport ohne Kreditbeschluss nicht noch grösser ausgefallen wäre, doch wurde das Ziel, den Kapitalimport zu verhindern, nicht erreicht.

Es kann nicht mit Sicherheit festgestellt werden, ob es sich bei den Importen um Einfuhr ausländischen Geldes oder aber um die Repatriierung von schweizerischem Kapital handelt; manches spricht gegen die Repatriierungsthese. Nicht zu bestreiten ist jedenfalls, dass gesamthaft mehr Kapital importiert wurde als je in der untersuchten Periode. Mehr Erfolg als eine Politik der Kapitalimportbehinderung hätte eine Politik der Kapitalexportförderung (etwa vermehrte Zulassung von Auslandsemissionen) versprochen. Dies hätte zwar vermutlich ein noch rascheres Ansteigen des Zinssatzes zur Folge gehabt, doch wäre dieser Anstieg nicht stärker ausgefallen, als wenn dem Kreditbeschluss mehr Erfolg beschieden gewesen wäre.

Bis Mitte 1959 scheint das Zinsgefälle zwischen der Schweiz und dem Ausland vom Verlauf der schweizerischen Binnenkonjunktur abhängig

gewesen zu sein. Das sich vergrößernde Zinsgefälle führte zu Kapital-
exporten. Als sich die Konjunktur wieder im Aufschwung befand, floss –
wegen des dadurch bedingten Zinsanstieges – erneut Auslandsgeld in die
Schweiz.

Trotz weiterem Konjunkturaufschwung sank der schweizerische Zinssatz
im Jahre 1960. Dieser Zinsrückgang wurde durch den Import von grossen
Mengen Fluchtkapital verursacht. Das Zinsgefälle verringerte sich denn
auch wieder, als der starke Zufluss von Fluchtgeldern in der zweiten
Hälfte 1962 abnahm.

Auch in der letzten Phase folgte die Zinsentwicklung dem Konjunktur-
verlauf, während die Kapitalbewegungen ihrerseits sofort auf Zinsver-
änderungen reagierten. – Obwohl der schweizerische Zinssatz von 1957
bis 1964 meistens durch die Binnenkonjunktur beeinflusst wurde und das
Zinsgefälle seinerseits den Verlauf der Kapitalbewegungen bestimmte,
muss davor gewarnt werden, aus dieser Entwicklung verallgemeinernde
Schlüsse zu ziehen.

Anhang 1

Zahlungsbilanzschema des IWF

Global Balance of Payments Summary

Part 1: Goods and Services, and Transfer Payments

Goods and Services

Credit Debit

1. Merchandise
 - 1.1 Exports f.a.s., imports
 - 1.2 Other merchandise (net)
2. Nonmonetary gold
3. Freight and merchandise insurance
 - 3.1 Freight
 - 3.2 Insurance
4. Other transportation
 - 4.1 Passenger fares
 - 4.2 Charter hire
 - 4.3 Post expenditures
 - 4.4 Other
5. Travel
6. Investment income
 - 6.1 Direct investment
 - 6.2 Other dividends
 - 6.3 Other
7. Government, n.i.e.
 - 7.1 Military
 - 7.2 Nonmilitary
8. Other Services
 - 8.1 Nonmerchandise insurance
 - 8.2

Transfer Payments

9. Private
 - 9.1 To and from government
 - 9.2 Other
10. Government
 - 10.1 Intergovernmental
 - 10.2 Other

Part 2: Movements of Capital and Monetary Gold

	Assets		Liabilities	
	Credit	Debit	Credit	Debit
Capital and Monetary Gold				
11. Private Long-Term (including all direct investment)*				
11.1 Direct investment				
11.2 Capital in associated enterprises				
11.3 Other common stocks				
11.4 Foreign central government securities				
11.5 Other securities				
11.6 Other loans and trade credits				
11.7 Other assets and liabilities				
12. Private Short-Term (other than direct investment)*				
12.1 Currency and bank deposits				
12.2 Foreign and government securities				
12.3 Trade credits				
12.4 Other assets and liabilities				
13. Local Governments*				
13.1 Issues abroad				
13.2 Other securities				
13.3 Other assets and liabilities				
14. Central Government*				
14.1 Long-term issues abroad				
14.2 Other long-term securities				
14.3 Short-term securities				
14.4 Long-term loans				
14.5 Other long-terms assets and liabilities				
14.6 Other short-term assets and liabilities				
15. Central Monetary Institutions				
15.1 Account with IMF				
15.2 Marketable assets				
15.3 Deposits				
15.4 Loans				
15.5 Other foreign assets and liabilities				
15.6 Gold				

* Excluding monetary institutions.

	Assets		Liabilities	
	Credit	Debit	Credit	Debit
16. Other Monetary Institutions				
16.1 Marketable assets				
16.2 Deposits				
16.3 Loans				
16.4 Other foreign assets and liabilities				
16.5 Gold				

Part 3: Reconciliation of Part 1 and Part 2

	Credit	Debit
Net credit or net debit		
17. Goods and Services (1 through 8)		
18. Transfer Payments (9 plus 10)		
19. Foreign Assets and Monetary Gold (11 through 16, assets)		
20. Foreign Liabilities (11 through 16, liabilities)		
21. Total Net Transactions (17 through 20)		
22. Net Errors And Omissions		
23. Total (21 plus 22)		

Tabelle 2

Private Long-Term Foreign Assets and Liabilities

(Including all Direct Investment)

	Assets (net)		Liabilities (net)		Transfer to Table 1:2
	Credit (Decrease) (1)	Debit (Increase) (2)	Credit (Increase) (3)	Debit (Decrease) (4)	
1. Direct investment capital					11.1
1.1 Net investment in branches					
1.2 Common stocks					
1.3 Other securities					
1.4 Other intercompany debts					
1.5 Undistributed earnings					
2. Other capital in direct investment companies					11.1 or 11.3 11.5 or 11.6
2.1 Common stocks					
2.2 Other securities					
2.3 Loans					
2.4 Undistributed earnings					
3. Capital in associated enterprises					11.2
3.1 Common stocks					
3.2 Other securities					
3.3 Loans					
3.4 Other					
4. Other					
4.1 Common stocks					11.3
4.2 Foreign central government securities					11.4
4.3 Other securities					11.5
4.4 Use of trade credits					11.6
4.5 Repayments on trade credits					11.6
4.6 Drawings on loans					11.6
4.7 Repayments on loans					11.7
4.8 Other					

Tabelle 3

Private Short-Term Foreign Assets and Liabilities
(other than Direct Investment)

	This Return (1)	Last Return (2)	Increase or decrease (-) (1-2) (3)	Adjust- ments (4)	Corrected Change (3 + 4) (5)	Transfer to Table 1:2 (6)
Assets						
1. Currency and bank deposits						12.1
2. Foreign central government securities						12.2
3. Trade Credits						12.3
4. Other						12.4
5. Total (1 through 4)						
Liabilities						
6. Trade Credits						12.3
7. Other						12.4
8. Total (6 plus 7)						

Tabelle 4

Local Government Foreign Assets and Liabilities

	Assets (net) Credit (Decrease) (1)	Debit (Increase) (2)	Liabilities (net)		Transfer to Table 1 : 2 (5)
			Credit (Increase) (3)	Debit (Decrease) (4)	
1. New issues abroad					13.1
2. Retirements abroad					13.1
3. Other securities					13.2
4. Loans					13.3
4.1 Drawings on loans					
4.2 Repayments on loans					
5. Other assets and liabilities					13.3
6. Total (1 through 5)					

Tabelle 5

Central Government Foreign Assets and Liabilities

	Assets (net) Credit (Decrease) (1)	Debit (Increase) (2)	Liabilities (net) Credit (Increase) (3)	Debit (Decrease) (4)	Transfer to Table 1:2 (5)
1. Long-term securities of central government					
1.1 New issues abroad					14.1
1.2 Retirements abroad		.			14.1
1.3 Other transactions in issues abroad					14.1
1.4 Domestic issues	-				14.2
2. Foreign long-term securities					14.2
2.1 International lending institutions					
2.2 Foreign central governments					
2.3 Other					
3. Short-term securities of central government					14.3
3.1 Foreign issues					
3.2 Domestic issues					
4. Foreign short-term securities					14.3
5. Drawings on long-term loans					14.4
6. Repayments on long-term loans					14.4
6.1 Contractual					
6.2 Noncontractual					
7. Other long-term (specify)					14.5
7.1					
7.2					
8. Other short-term (specify)					14.6
8.1					
8.2					
9. Total (1 through 8)					

Tabelle 6

Gold Holdings and Foreign Assets and Liabilities of Central Monetary Institutions

[illegible]

11. To IMF		
12. Deposits		15.1
12.1 Foreign central monetary institutions		15.3
12.2 Other foreign monetary institutions		
12.3 Foreign central governments		
12.4 Other		
13. (Not applicable)		
14. Loans		
15. Other foreign liabilities		15.4
16. Total		15.5
16.1 Freely usable liabilities		
16.2 Bilateral balances		
16.3 Other		

12. Deposits	16.2
12.1 Foreign central monetary institutions	
12.2 Other foreign monetary institutions	
12.3 Foreign central governments	
12.4 Other foreign	16.4
13. To affiliated institutions (net)	16.3
14. Loans	16.4
15. Other foreign liabilities	
16. Total	
16.1 Freely usable liabilities	
16.2 Bilateral balances	
16.3 Other	

Anhang 2

Quartalsmässige Gliederung der schweizerischen Zahlungsbilanz 1957-1964

Quartalsmässige Gliederung der schweizerischen Zahlungsbilanz 1957-1964

(in Milliarden Franken)

Jahr	Quartal	Handelsbilanz ¹ (1)	Fremdenverkehr (2)	Versicherungen (3)
1957	I	-0,57	+0,14	+0,03
	II	-0,52	+0,16	+0,02
	III	-0,43	+0,35	+0,02
	IV	-0,22	+0,08	+0,02
1958	I	-0,24	+0,15	+0,02
	II	-0,29	+0,17	+0,02
	III	-0,13	+0,38	+0,02
	IV	-0,03	+0,09	+0,03
1959	I	-0,17	+0,16	+0,03
	II	-0,35	+0,19	+0,02
	III	-0,20	+0,41	+0,02
	IV	-0,27	+0,08	+0,03
1960	I	-0,31	+0,17	+0,03
	II	-0,48	+0,22	+0,03
	III	-0,44	+0,42	+0,03
	IV	-0,29	+0,11	+0,04
1961	I	-0,72	+0,22	+0,04
	II	-0,76	+0,25	+0,04
	III	-0,70	+0,50	+0,04
	IV	-0,63	+0,12	+0,03
1962	I	-1,02	+0,23	+0,03
	II	-0,91	+0,30	+0,04
	III	-0,86	+0,56	+0,04
	IV	-0,62	+0,13	+0,04
1963	I	-0,83	+0,25	+0,04
	II	-1,02	+0,31	+0,04
	III	-1,02	+0,61	+0,03
	IV	-0,69	+0,14	+0,03
1964	I	-1,16	+0,30	+0,03
	II	-1,14	+0,34	+0,03
	III	-1,03	+0,68	+0,04
	IV	-0,75	+0,17	+0,04

¹ Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank.

Jahr	Quartal	Güterverkehr (4)	Kapitalerträge (5)	Verschiedenes (6)
		(4)	(5)	(6)
1957	I	+ 0,04	+ 0,14	+ 0,11
	II	+ 0,04	+ 0,14	+ 0,11
	III	+ 0,03	+ 0,15	+ 0,12
	IV	+ 0,03	+ 0,15	+ 0,12
1958	I	+ 0,03	+ 0,12	+ 0,13
	II	+ 0,03	+ 0,14	+ 0,14
	III	+ 0,03	+ 0,14	+ 0,15
	IV	+ 0,03	+ 0,15	+ 0,15
1959	I	+ 0,03	+ 0,15	+ 0,16
	II	+ 0,04	+ 0,15	+ 0,16
	III	+ 0,04	+ 0,16	+ 0,16
	IV	+ 0,04	+ 0,16	+ 0,16
1960	I	+ 0,04	+ 0,15	+ 0,18
	II	+ 0,05	+ 0,16	+ 0,18
	III	+ 0,05	+ 0,18	+ 0,19
	IV	+ 0,05	+ 0,18	+ 0,19
1961	I	+ 0,05	+ 0,17	+ 0,19
	II	+ 0,05	+ 0,17	+ 0,19
	III	+ 0,05	+ 0,18	+ 0,19
	IV	+ 0,05	+ 0,19	+ 0,20
1962	I	+ 0,05	+ 0,19	+ 0,21
	II	+ 0,05	+ 0,19	+ 0,21
	III	+ 0,05	+ 0,20	+ 0,21
	IV	+ 0,05	+ 0,19	+ 0,21
1963	I	+ 0,05	+ 0,21	+ 0,22
	II	+ 0,06	+ 0,22	+ 0,23
	III	+ 0,06	+ 0,22	+ 0,24
	IV	+ 0,06	+ 0,22	+ 0,25
1964	I	+ 0,06	+ 0,23	+ 0,26
	II	+ 0,06	+ 0,24	+ 0,27
	III	+ 0,06	+ 0,24	+ 0,27
	IV	+ 0,06	+ 0,21	+ 0,27

Jahr	Quartal	Güter- und Dienstleistungs- bilanz (1) bis (6) addiert (7)	Ausländer- rimessen (8)	Ertragsbilanz (7) + (8) (9)
1957	I	-0,11	-0,08	-0,19
	II	-0,05	-0,11	-0,16
	III	+0,24	-0,14	+0,10
	IV	+0,18	-0,12	+0,06
1958	I	+0,21	-0,10	+0,11
	II	+0,21	-0,12	+0,09
	III	+0,61	-0,14	+0,47
	IV	+0,42	-0,12	+0,30
1959	I	+0,36	-0,12	+0,24
	II	+0,21	-0,15	+0,06
	III	+0,61	-0,17	+0,44
	IV	+0,20	-0,15	+0,05
1960	I	+0,26	-0,14	+0,12
	II	+0,16	-0,18	-0,02
	III	+0,43	-0,22	+0,21
	IV	+0,28	-0,19	+0,09
1961	I	-0,05	-0,19	-0,24
	II	-0,06	-0,24	-0,30
	III	+0,26	-0,30	-0,04
	IV	-0,04	-0,27	-0,31
1962	I	-0,31	-0,25	-0,56
	II	-0,12	-0,31	-0,43
	III	+0,20	-0,36	-0,16
	IV	+0,01	-0,33	-0,32
1963	I	-0,06	-0,32	-0,38
	II	-0,16	-0,37	-0,53
	III	+0,14	-0,43	-0,29
	IV	+0,01	-0,34	-0,33
1964	I	-0,28	-0,34	-0,62
	II	-0,20	-0,39	-0,59
	III	+0,26	-0,44	-0,18
	IV	-	-0,39	-0,39

Jahr	Quartal	Auslands- anleihen ² (10)	Bankendebitoren ³ (11)	Bankkredite ⁴ (12)
1957	I	—	— 0,05	— 0,02
	II	—	— 0,07	— 0,02
	III	—	— 0,02	—
	IV	—	— 0,12	— 0,01
1958	I	—	— 0,22	—
	II	—	— 0,17	— 0,13
	III	—	— 0,22	— 0,08
	IV	— 0,14	— 0,27	—
1959	I	— 0,22	— 0,27	— 0,02
	II	— 0,06	— 0,25	— 0,03
	III	— 0,13	+ 0,09	— 0,01
	IV	— 0,07	+ 0,30	— 0,02
1960	I	— 0,12	— 0,22	— 0,03
	II	— 0,14	— 0,28	— 0,02
	III	— 0,07	+ 0,21	— 0,08
	IV	— 0,23	+ 0,16	— 0,18
1961	I	— 0,33	+ 0,05	— 0,20
	II	— 0,15	+ 0,25	— 0,04
	III	— 0,24	— 0,39	— 0,14
	IV	— 0,14	— 0,06	— 0,04
1962	I	— 0,08	— 0,33	—
	II	— 0,17	+ 0,01	— 0,04
	III	— 0,08	— 0,10	— 0,11
	IV	— 0,13	— 0,36	— 0,07
1963	I	— 0,10	— 0,48	— 0,06
	II	— 0,22	— 0,41	— 0,06
	III	— 0,05	— 0,14	— 0,06
	IV	— 0,17	— 0,24	— 0,03
1964	I	— 0,10	— 0,28	— 0,07
	II	— 0,12	— 0,26	— 0,06
	III	— 0,12	— 0,05	— 0,02
	IV	+ 0,05	+ 0,44	— 0,04

² Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank.

³ Auf Grund der Monatsberichte der Schweizerischen Nationalbank geschätzt.

⁴ Dem Verfasser von J. LADEMANN, Schweizerische Nationalbank, überlassene Aufstellung.

Jahr	Quartal	Grundstück- käufe ⁵ (13)	Effektenkäufe in USA ⁶ (14)	Effektenkäufe in der Bundesrepublik ⁷ (15)
1957	I	+ 0,01	- 0,29	-
	II	+ 0,02	- 0,11	-
	III	+ 0,02	- 0,16	-
	IV	+ 0,03	-	-
1958	I	+ 0,02	+ 0,22	- 0,05
	II	+ 0,04	+ 0,08	0,06
	III	+ 0,02	- 0,09	- 0,01
	IV	+ 0,04	- 0,14	-
1959	I	+ 0,04	- 0,28	+ 0,04
	II	+ 0,09	- 0,37	+ 0,01
	III	+ 0,04	- 0,38	+ 0,02
	IV	+ 0,05	- 0,35	- 0,03
1960	I	+ 0,05	- 0,36	- 0,05
	II	+ 0,06	- 0,24	- 0,03
	III	+ 0,05	+ 0,07	- 0,18
	IV	+ 0,07	- 0,05	- 0,30
1961	I	+ 0,05	- 0,07	- 0,24
	II	+ 0,07	- 0,36	- 0,10
	III	+ 0,06	+ 0,05	+ 0,12
	IV	+ 0,07	- 0,27	+ 0,05
1962	I	+ 0,05	- 0,40	- 0,08
	II	+ 0,06	- 0,17	- 0,07
	III	+ 0,04	- 0,08	- 0,13
	IV	+ 0,05	+ 0,06	- 0,13
1963	I	+ 0,04	+ 0,01	- 0,33
	II	+ 0,03	- 0,03	- 0,26
	III	+ 0,03	- 0,08	- 0,35
	IV	+ 0,06	- 0,04	- 0,37
1964	I	+ 0,04	+ 0,05	- 0,30
	II	+ 0,04	- 0,10	+ 0,35
	III	+ 0,03	+ 0,27	- 0,04
	IV	+ 0,03	+ 0,31	- 0,01

⁵ Ab 3. Quartal 1961 Schweizerisches Bundesblatt; vorher Schätzungen auf Basis Schweizerisches Bundesblatt 1960, II, 1261 ff.

⁶ US Treasury Bulletin.

⁷ Auf Grund der Monats- und Jahresberichte der Deutschen Bundesbank geschätzt.

Jahr	Quartal	Direkt- investitionen USA ⁸ (16)	Direkt- investitionen Bundesrepublik ⁹ (17)	Italienische Banknoten ¹⁰ (18)
1957	I	+0,01	+0,01	+0,02
	II	—	+0,04	+0,02
	III	—	+0,03	+0,01
	IV	—	+0,02	+0,02
1958	I	—0,04	+0,02	+0,04
	II	—0,06	+0,02	+0,04
	III	—0,06	+0,02	+0,02
	IV	—0,04	+0,02	+0,04
1959	I	—0,02	+0,02	+0,08
	II	—	+0,02	+0,08
	III	—	+0,02	+0,04
	IV	—	+0,02	+0,08
1960	I	+0,02	+0,02	+0,19
	II	+0,04	+0,02	+0,17
	III	+0,05	+0,03	+0,12
	IV	+0,06	+0,02	+0,33
1961	I	+0,07	+0,01	+0,33
	II	+0,08	+0,02	+0,53
	III	+0,09	+0,02	+0,18
	IV	+0,09	+0,02	+0,37
1962	I	+0,13	+0,04	+1,08
	II	+0,17	+0,04	+0,87
	III	+0,21	+0,05	+0,45
	IV	+0,17	+0,05	+0,88
1963	I	+0,15	+0,05	+2,26
	II	+0,14	+0,05	+2,13
	III	+0,13	+0,04	+0,72
	IV	+0,12	+0,04	+1,22
1964	I	+0,10	+0,04	+1,13
	II	+0,09	+0,04	+0,61
	III	+0,09	+0,05	+0,49
	IV	+0,08	+0,05	+0,87

⁸ Auf Grund der Surveys of Current Business geschätzt.

⁹ Geschätzt auf Grund einer, dem Verfasser von H. BAYERL, Deutsches Bundeswirtschaftsministerium, überlassenen Aufstellung.

¹⁰ Dem Verfasser überlassene Aufstellung von F. MASERA, Banca d'Italia.

Jahr	Quartal	Investitionen in Italien ¹¹	Kapitalverkehrs- bilanz (10) bis (19) addiert (20)	Unerfassbare Kapitalbewegungen (23) - (20) - (9) (21)
		(19)	(20)	(21)
1957	I	-0,15	-0,46	+0,75
	II	-0,16	-0,28	+0,34
	III	-0,15	-0,27	+0,47
	IV	-0,16	-0,22	+0,01
1958	I	-0,19	-0,20	+0,21
	II	-0,21	-0,45	+1,07
	III	-0,20	-0,60	+0,32
	IV	-0,23	-0,72	+0,46
1959	I	-0,30	-0,93	+0,76
	II	-0,30	-0,81	+0,54
	III	-0,28	-0,59	-0,10
	IV	-0,32	-0,34	+0,10
1960	I	-0,40	-0,90	+0,61
	II	-0,42	-0,84	+0,97
	III	-0,36	-0,16	+0,91
	IV	-0,54	-0,66	+0,99
1961	I	-0,45	-0,78	+1,66
	II	-0,62	-0,32	+1,50
	III	-0,30	-0,55	+1,19
	IV	-0,48	-0,39	-0,57
1962	I	-0,97	-0,56	+1,07
	II	-0,80	-0,10	+0,40
	III	-0,49	-0,24	+0,71
	IV	-0,81	-0,29	+0,72
1963	I	-1,52	+0,02	+0,33
	II	-1,33	+0,03	+0,20
	III	-0,32	-0,08	+0,61
	IV	-0,54	+0,05	+1,24
1964	I	-0,43	+0,18	+0,32
	II	-0,10	+0,49	+0,65
	III	+0,03	+0,73	-0,63
	IV	-0,22	+1,56	-0,03

¹¹ Geschätzt auf Grund einer, dem Verfasser von F. MASERA, Banca d'Italia, überlassenen Aufstellung.

Jahr	Quartal	Total Kapital- bewegungen (20) + (21) = (22)	Währungs- reserven ¹² (23)	Bankendebitoren ohne Berücksichtigung des window dressing (z)
1957	I	+ 0,29	+ 0,10	+ 0,25
	II	+ 0,06	- 0,10	- 0,08
	III	+ 0,20	+ 0,30	+ 0,02
	IV	- 0,23	- 0,17	- 0,21
1958	I	+ 0,01	+ 0,12	+ 0,13
	II	+ 0,62	+ 0,71	+ 0,23
	III	- 0,28	+ 0,19	- 0,09
	IV	- 0,26	+ 0,04	- 0,06
1959	I	- 0,17	+ 0,07	+ 0,06
	II	- 0,27	- 0,21	- 0,13
	III	- 0,69	- 0,25	- 0,06
	IV	- 0,24	- 0,19	- 0,33
1960	I	- 0,29	- 0,17	+ 0,38
	II	+ 0,13	+ 0,11	+ 0,04
	III	+ 0,75	+ 0,96	+ 0,21
	IV	+ 0,33	+ 0,42	- 0,40
1961	I	+ 0,88	+ 0,64	- 0,14
	II	+ 1,18	+ 0,88	+ 0,40
	III	+ 0,64	+ 0,60	- 0,05
	IV	- 0,88	- 1,41	- 0,39
1962	I	+ 0,51	- 0,05	+ 0,53
	II	+ 0,30	- 0,13	- 0,43
	III	- 0,95	- 1,11	+ 0,03
	IV	+ 0,43	+ 0,12	- 0,90
1963	I	+ 0,35	- 0,03	+ 1,11
	II	+ 0,24	- 0,29	- 0,50
	III	+ 0,53	+ 0,24	+ 0,32
	IV	+ 1,29	+ 0,96	- 0,74
1964	I	+ 0,50	- 0,12	+ 0,97
	II	+ 1,14	+ 0,55	- 0,28
	III	+ 0,10	- 0,08	+ 0,08
	IV	+ 1,53	+ 1,14	- 0,29

¹² Errechnet auf Grund dem Verfasser überlassenen Aufstellungen von F. HEIMANN, Eidgenössisches Kassen- und Rechnungswesen; ferner: Monats- und Geschäftsberichte der Schweizerischen Nationalbank; LADEMANN, *Währungspolitische Chronik*; in «Aussenwirtschaft»; C. A. COOMBS, Monatsberichte des Federal Reserve Board; Quarterly Bulletins der Bank of England.

Anhang 3

Verzeichnis der graphischen Darstellungen

Graphische Darstellungen

Figur	Seite
1 Handelsbilanz	27
2 Fremdenverkehr	28
3 Versicherungen	29
4 Güterverkehr	29
5 Kapitalerträge	30
6 Verschiedene Dienstleistungen	31
7 Güter- und Dienstleistungsbilanz	32
8 Ausländerremessen	32
9 Ertragsbilanz	34
10 Auslandsanleihen	35
11 Bankendebitoren (ohne window dressing)	38
12 Bankkredite	38
13 Grundstückkäufe	39
14 Effektenkäufe in USA	39
15 Effektenkäufe in der Bundesrepublik Deutschland	41
16 Direktinvestitionen USA	43
17 Direktinvestitionen mit der Bundesrepublik Deutschland	44
18 Italienische Banknoten	44
19 Investitionen in Italien	45
20 Kapitalverkehrsbilanz	48
21 Unerfassbare Kapitalbewegungen	51
22 Total Kapitalbewegungen	53
23 Währungsreserven	59
I Bankendebitoren (mit window dressing)	25
II Konjunktur und Zinsgefälle gegenüber dem Ausland	70
III Kapitalverkehrsbilanz und Zinsgefälle gegenüber dem Ausland	70
IV Unerfassbare Kapitalbewegungen und Zinssatz	72
V Total Kapitalbewegungen und Zinsgefälle gegenüber dem Ausland	73

Abkürzungsverzeichnis

a. a. O.	am angeführten Ort
a. M.	anderer Meinung
BIZ	Bank für Internationalen Zahlungsausgleich
Fig.	Figur
f. und ff.	folgende und fortfolgende
Fr.	Franken
gl. M.	gleicher Meinung
IBRD	Internationale Bank for Reconstruction and Development (Weltbank)
IWF	Internationaler Währungsfonds
Mio.	Millionen
Mrd.	Milliarden
OECD	Organisation für Economic Cooperation and Development
SNB	Schweizerische Nationalbank
vgl.	vergleiche
zit.	zitiert

a) Autoren

1. AGAD, JOHN, *Der politische Faktor in den internationalen privaten Kapitalbewegungen*, Diss. (Genf 1960).
2. ANDERMATT, RICHARD, *Restriktive Kreditpolitik als Mittel zur Wirtschaftsstabilisierung* (Winterthur 1962).
3. ASCHINGER, FRANZ, *Zürich als Finanzzentrum* (Zürich 1959).
4. BLOCHOWITZ, WOLFGANG, *Über die Wirksamkeit der Zinspolitik bei freier Konvertibilität der Währungen*, in: *Konjunkturelle Stabilität als wirtschaftspolitische Aufgabe* (Tübingen 1962).
5. BÖHM-BAWERK, EUGEN von, *Gesammelte Schriften*, Band 2: *Kapital und Zins* (Wien/Leipzig 1926).
6. BOSSHARDT, ALFRED, *Aussenhandel und Aussenwirtschaftspolitik der Schweiz*, in: *Aussenwirtschaft*, Heft 1/2, 1960.
7. BROGLE, URS, *Zur Frage des schweizerischen Kapitalexportes* (Zürich 1963).
8. CLEMENT, M. O., *A Functional Approach to the Concept of International Reserves*, in: *Kyklos*, Vol. 16, Nr. 3 (1963).
9. DEONNA, RAYMOND, *Neue schweizerische Wirtschaftskunde* (Genf 1960).
10. ERBE, RENÉ, *Die Schweiz als Drehscheibe des internationalen Kapitalverkehrs*, in: *Monatsbulletin*, Oktober 1956, der Privat-Kommerzbank AG.
11. ERBE, RENÉ, *Die internationale Währungsordnung*, in: *Kyklos*, Vol. 15 (1962), (zit. «Währungsordnung»).
12. ERBE, RENÉ, *Europäische Kapitalmärkte*, in: *Information*, September 1964, Heft 19 (zit. «Kapitalmärkte»).
13. FRIEDEL, LOTHAR, *Der Einfluss der Besteuerung auf den internationalen Kapitalverkehr*, Diss. (Saarbrücken 1960).
14. IKLÉ, MAX, *Die Schweiz als internationaler Kapitalmarkt*, in: *Festschrift Fritz Marbach* (Bern 1962).
15. Internationaler Währungsfonds: *Balance of Payments Manual*, Final draft, third edition, Washington D.C. (February 1963).
16. ITTENSohn, JACQUES, *Der Schweizer Franken im Weltwährungssystem*, in: *Zeitschrift für das gesamte Kreditwesen*, 16. Jg., Heft 13.
17. IVERSEN, CARL, *International Capital Movements* (Copenhagen/London 1936), 2nd edition.
18. KEYNES, JOHN MAYNARD, *The General Theory of Employment, Interest and Money* (London 1936).
19. KINDLEBERGER, CH., *International Economics* (Homewood 1953).
20. KÜNG, EMIL, *Freizügigkeit im internationalen Kapitalverkehr?*, in: *Aussenwirtschaft*, Heft 4 (1958).
21. KÜNG, EMIL, *Zahlungsbilanzpolitik* (Zürich/Tübingen 1959), (zit. «Zahlungsbilanzpolitik»).
22. LANG, R., *Kapitalimport*, in: *Handbuch des Bank-, Geld- und Börsenwesens* (Thun 1964).
23. L'HUILLIER, JACQUES, *La monnaie, le crédit et la croissance économique. Le cas de la Suisse*, in: *Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik*, 97. Jg., September 1961.
24. MEADE, G. E., *The Balance of Payments* (London, New York, Toronto 1951).
25. NIEHANS, JÜRGE, *Das schweizerische Geldsystem und die Zinstheorie*, in: *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft*, 1960, Heft 4.
26. NURKSE, RAGNAR, *Ursachen und Wirkungen der Kapitalbewegungen*, in: *Zeitschrift für Nationalökonomie*, 1934, Nr. 86.
27. NURKSE, RAGNAR, *Internationale Kapitalbewegungen* (Wien 1935), (zit. «Kapitalbewegungen»).
28. PAILLARD, GEORGES, *Wesen und Funktionen der Währungsreserven und Entwicklung des Währungsreservenbestandes der Schweizerischen Nationalbank* (Zürich 1964).
29. PATINKIN, DON, *Money, Interest and Prices* (Evanston 1956).
30. PORTMANN, HEINZ, *Ansätze zu einem europäischen Kapitalmarkt* (Zürich 1965).
31. RANDEBROCK, RUDOLF, *Internationale Kapitalwanderungen und Kapitalverflechtungen. Formen, Ursachen und Bedeutung*, Diss. (Mannheim 1957).
32. REINHARDT, E., *Kapitalexport*, in: *Handbuch des Bank-, Geld- und Börsenwesens der Schweiz* (Thun 1964).
33. RENK, E. G., *Kapitalmarkt, Emissionsgeschäft und Investment Trusts in der Schweiz*, in: *Monatsbulletin*, Oktober 1962, der Schweizerischen Bankgesellschaft.
34. ROBINSON, JOAN, *The Accumulation of Capital* (London 1958), 3rd edition.

35. ROEPER, HANS, *Woher kommt das «heisse Geld»?*, in: *Frankfurter Allgemeine*, 1964, Nr. 39.
36. RÖPKE, WILHELM, *Wirrnis und Wahrheit* (Erlenbach-Zürich/Stuttgart 1962).
37. RUDIN, MAX, *Möglichkeiten und Grenzen der Diskontpolitik*, in: *Aussenwirtschaft*, Heft 4, 1960.
38. RÜEGG, MAX, *Überfremdungsprobleme auf dem Kapitalmarkt*, in: *Wirtschaftspolitische Mitteilungen*, März 1961.
39. SANNWALD, ROLF/STOHLER, JACQUES, *Wirtschaftliche Integration* (Basel/Tübingen 1961), 2. durchgesehene A.
40. SCHAEFER, ARNOLD, *Europäische Wirtschaftsgemeinschaft, europäische Freihandelszone und internationale Kapitalbewegungen*, in: *Aussenwirtschaft*, Heft 4, 1958.
41. SCHMÖLDERS, GÜNTER, *Geldpolitik* (Tübingen/Zürich 1962).
42. SCHWEGLER, W., Referat anlässlich der Generalversammlung der Schweizerischen Nationalbank, 1966.
43. Schweizerische Bankgesellschaft: *Schweizerische Wirtschaftsentwicklung 1939–1964* (Zürich 1964).
44. STOCKER, KURT, *Bedeutung der ausländischen Emissionen für den schweizerischen Geld- und Kapitalmarkt*, Diss. (Freiburg/Luzern 1958).
45. STOCKER, P., *Zahlungsbilanz*, in: *Handbuch des Bank-, Geld- und Börsenwesens der Schweiz* (Thun 1964).
46. TITZRATH, ALFONS, *Wirkungen internationaler Kapitalbewegungen auf Einkommen und Beschäftigung*, Diss. (Köln 1959).
47. VEIT, OTTO, *Grundriss der Währungspolitik* (Frankfurt a.M. 1961).
48. WEBER, ADOLF, *Der freie Kapitalmarkt, das Herzstück der freien Welt*, in: *Festschrift für Bundeswirtschaftsminister Ludwig Erhard* (Frankfurt a.M., o. Jg., 2. Ausgabe).

b) Periodica

49. Aussenwirtschaft.
50. Bank für Internationalen Zahlungsausgleich: Jahresberichte (zit. BIZ, Jahr, S.).
51. Julius Bär & Co.: Wochenberichte (zit. Wochenbericht, Nr., Jahr, S.).
52. Basler Nachrichten.
53. Der Bund (zit. Bund, Jahr, Nr., Artikel).
54. COOMBS, C. A.: Monatsberichte des Federal Reserve Board.
55. Eidgenössisches Statistisches Amt: «Die Volkswirtschaft».
56. Internationaler Währungsfonds: Jahresberichte (zit. IWF, Jahr, S.).
57. Kyklos.
58. LADEMANN, JOHN, *Währungspolitische Chronik*, in: *Aussenwirtschaft*, ab Heft IV, 1963.
59. National-Zeitung (zit. NZ, Jahr, Nr., Artikel).
60. Neue Zürcher Zeitung (zit. NZZ, Jahr, Nr., Artikel).
61. Organisation for Economic Co-operation and Development: Jährliche Berichte über die Schweiz (zit. OECD, Jahr, S.).
62. Schweizerische Bankgesellschaft: Jahresberichte.
63. Schweizerischer Bankverein: Jahresberichte
64. Schweizerisches Bundesblatt.
65. Schweizerische Kreditanstalt: Jahresberichte.
66. Schweizerische Nationalbank: Geschäftsberichte (zit. SNB, Jahr, S.).
67. Schweizerische Nationalbank: Monatsberichte.
68. Schweizerische Zeitschrift für Volkswirtschaft und Statistik.
69. Die Tat (zit. Tat, Jahr, Nr., Artikel).
70. Vorort des Schweizerischen Handels- und Industrie-Vereins: Jahresberichte über Handel und Industrie in der Schweiz (zit. Handel & Industrie, Jahr, S.).
71. Wirtschaft und Recht.

Curriculum vitae

Ich, Ulrich Daniel Bär von Zürich, wurde als Sohn des Walter Bär, wohnhaft in Zürich, und seiner Ehefrau Marie-Blanche, geborene Halpérine, am 26. Januar 1938 in Zürich geboren. Ich besuchte daselbst die Primarschule, die Sekundarschule und die Kantonale Handelsschule, welche ich im Frühjahr 1956 mit dem Handelsdiplom verliess. Anschliessend bereitete ich mich in Zürich an der Privatschule «Tschulok» auf die Aufnahmeprüfung an die Handels-Hochschule St. Gallen vor, welche ich im Frühjahr 1958 bestand (Aufnahmeprüfung = Kantonale Handelsmatura).

Vom Frühjahr 1958 bis zum Frühjahr 1962 studierte ich an der Handels-Hochschule St. Gallen Wirtschaftswissenschaften. In diese Zeit fiel auch ein halbes Jahr Praktikum beim Bankhaus Henry Ansbacher & Co., London. In St. Gallen besuchte ich die Vorlesungen und Seminare der Herren Professoren Angehrn, Bachmann, Beausire, Bessler, Böhrs, Bossard, Bürgi, Droeven, Fischer, Gasser, Geiger, Gsell, Grossmann, Gutersohn, Hausamann, Hill, Hug, Jöhr, Kaufmann, Kellenberger, Keller, Kneschaurek, Krumnacker, Küng, Mötteli, Naegeli, Neuhaus, Nydegger, Rigolet, Schluep, Stampfli, Steinlin, Thürer, Trippel, Tschumi, Ulrich, Vetsch, Weinhold, Widmer, Wuffli und Wulkan.

Nachdem ich im Frühjahr 1962 an der Handels-Hochschule St. Gallen das Lizentiat der Wirtschaftswissenschaften erlangt hatte, arbeitete ich während eines halben Jahres als Stagiaire an der OECD, Paris, bei Herrn Professor Dr. René Erbe. Auf seine Anregung immatrikulierte ich mich im Herbst 1962 an der Philosophisch-Historischen Fakultät der Universität Basel, nahm meine wirtschaftswissenschaftlichen Studien wieder auf und verfasste die vorliegende Dissertation.

Während meiner Studienzeit in Basel besuchte ich die Vorlesungen und Seminare der Herren Professoren Dr. Gottfried Bombach, Dr. René Erbe, Dr. Hans Guth, Dr. Max Imboden, Dr. Edgar Salin, Dr. Karl Spiro, Dr. Jacques Stohler und Dr. Max Weber sowie Dr. A. Bürgin.

Ende 1963 verheiratete ich mich. 1964 war ich halbtätig in der Redaktion der «Basler Nachrichten» tätig, hauptsächlich in den Ressorts «Wirtschaft» und «Inland». Am 17. Dezember 1966 legte ich das mündliche Doktorexamen ab. Zurzeit bin ich bei der Firma Birkhäuser AG als Stagiaire tätig.

